

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

Riformare l'Europa

Osservatorio Monetario 2/2018

Angelo Baglioni, Andrea Boitani, Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Niccolò Gatti,
Alessandro Gobbi, Rony Hamaui, Marco Lossani, Massimiliano Onorato.

Giugno 2018



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2018

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Angelo Baglioni e Rony Hamoui (cap. 1), Domenico Delli Gatti (cap. 2), Andrea Boitani e Alessandro Gobbi (cap. 3), Marco Lossani (cap. 4), Massimo Bordignon, Niccolò Gatti e Massimiliano Onorato (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 19 giugno 2018.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Ubibanca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, A. BOITANI, D.
DELLI GATTI, P. GIARDA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. IL COMPLETAMENTO DELL'UNIONE BANCARIA	pag. 3
1. L'assicurazione dei depositi	4
2. I crediti deteriorati	7
3. I titoli pubblici nei bilanci bancari	11
4. Conclusioni	16
2. VERSO UN NUOVO ASSETTO DELLA POLITICA FISCALE NELL'EUROZONA	18
1. Stabilizzazione macroeconomica e risk sharing	19
2. Sostenibilità fiscale e risk reduction	20
3. E' possibile uscire dal dilemma? Il manifesto degli economisti francesi e tedeschi	21
4. Le proposte di riforma della politica fiscale	24
5. Due riflessioni sulle proposte di riforma	27
3. SHOCK ASIMMETRICI E RIFORMA DELLE POLITICHE FISCALI NELL'EUROZONA	29
1. Il grado di convergenza ciclica	30
2. Verso quale riforma delle politiche fiscali in Eurozona?	36
4. DALL'ESM ALL'EMF. LA TRASFORMAZIONE DELLO EUROPEAN STABILITY MECHANISM NELLO EUROPEAN MONETARY FUND	46
1. Lo status quo: European Stability Mechanism	46
2. Perché un Fondo Monetario Europeo?	48
3. La posizione della Commissione: Juncker view	48
4. La posizione tedesca: Schauble view	51
5. Due visioni a confronto	51
6. Risk-sharing vs. risk-reduction	57
7. Cosa ci aspetta?	59
5. CONVERGENZA O DIVERGENZA? I PAESI DELL'EUROZONA DOPO LA CRISI	60
1. Dati	62
2. Una panoramica delle dinamiche di convergenza	64
3. Analisi econometrica	65
4. Conclusioni	70



SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è interamente dedicato all'analisi di alcuni aspetti riguardanti i processi di riforma dell'Eurozona (e dell'Unione Europea) che saranno discussi al summit europeo del prossimo 28-29 Giugno.

Il primo capitolo esamina il processo di completamento dell'Unione Bancaria. Sin dalla sua origine l'Unione bancaria prevedeva tre pilastri: il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism - SSM), il Meccanismo di risoluzione unico delle crisi bancarie (Single Resolution Mechanism - SRM) e un Sistema comune di assicurazione sui depositi (European Deposit Insurance System - EDIS). Tutto ciò avrebbe dovuto avvenire sotto il cappello di un sistema armonizzato di regole prudenziali (Single Rulebook).

Seppure con alcuni limiti i primi due pilastri della Unione bancaria sono stati realizzati. La lacuna maggiore, rispetto al progetto iniziale, è la mancanza del terzo pilastro: l'Assicurazione europea dei depositi (EDIS). Il capitolo si concentra sull'esame dei tratti caratteristici di questo ultimo pilastro mancante. Poiché la realizzazione dell'EDIS dovrebbe comportare qualche forma di condivisione dei rischi a livello europeo, essa viene spesso posta come contropartita della riduzione dei rischi presenti nel sistema bancario. Per questo motivo, il capitolo si concentra anche sull'analisi di due importanti fonti di rischio: i crediti deteriorati e il portafoglio di titoli pubblici presenti nei bilanci bancari (soprattutto italiani).

Le conclusioni raggiunte sono degne di nota. Il timore che la realizzazione dell'EDIS possa comportare una condivisione dei rischi che finisca per imporre costi elevati ai paesi

finanziariamente più forti, in primo luogo la Germania, sembra eccessivo. Le evidenze empiriche riportate nel capitolo dimostrano che i timori, legati ai sussidi incrociati tra un paese e l'altro della zona euro, sono fuori luogo. Il risk-sharing può essere bilanciato con premi di assicurazione calcolati sulla base del rischio di ciascuna banca relativamente alle altre della zona euro.

Inoltre, il capitolo mostra come un paese considerato portatore di rischi come l'Italia abbia recentemente fatto importanti progressi sugli altri due fronti considerati critici: quello dei prestiti deteriorati e quello dei titoli pubblici nei portafogli bancari. Sul primo fronte, anche sotto la pressione dei regolatori, abbiamo assistito nell'ultimo biennio alla nascita di un mercato delle sofferenze bancarie, che ha consentito di ridurre notevolmente lo stock di NPL lordi presenti nei bilanci bancari; lo stock netto si è ridotto in misura anche maggiore, grazie al crescente grado di copertura. Sul secondo fronte, il portafoglio di titoli pubblici domestici detenuti dalle banche italiane si è ridotto di circa un quarto nell'ultimo biennio. Tuttavia la concentrazione del rischio, dovuta all'esposizione al rischio sovrano, rimane ancora doppia in Italia rispetto alla media europea. Sotto questo profilo, il nostro paese dovrebbe essere disponibile a fare qualche concessione nella trattativa con gli altri partner europei, per ottenere avanzamenti sul completamento dell'Unione bancaria. Il giudizio ultimo è che l'imposizione di limiti alla concentrazione del rischio, se opportunamente calibrati, potrebbe essere gestibile. Essi sarebbero comunque meno distorsivi della introduzione di pesi al rischio da applicare ai titoli pubblici nel calcolo dei requisiti patrimoniali.



Nel secondo capitolo si analizza il dibattito sul possibile nuovo assetto delle politiche fiscali all'interno dell'Eurozona, ancora oggi dominato dal contrasto tra due approcci. L'approccio "francese" sottolinea come la politica fiscale debba essere primariamente orientata al perseguimento della piena occupazione. Secondo questo approccio, l'appartenenza alla zona Euro dovrebbe accrescere e non ridurre la capacità fiscale (fiscal capacity) del singolo stato membro, posto che siano messi in opera appropriati meccanismi di risk-sharing. L'appartenenza all'EZ dovrebbe consentire al singolo stato di affrontare meglio – col "supporto" (almeno) indiretto degli altri Stati membri – il problema della disoccupazione nazionale. In altri termini, l'appartenenza all'EZ dovrebbe funzionare da assicurazione collettiva contro la disoccupazione.

L'approccio "tedesco" sottolinea invece la necessità di garantire una condizione di sostenibilità fiscale. Secondo questa visione occorre imbrigliare la politica fiscale introducendo forme di disciplina di mercato al fine di ridurre il rischio del default sovrano. Nel gergo utilizzato in questo dibattito si tratta di implementare un assetto della politica fiscale che comporti risk reduction.

Un recente documento firmato da 14 economisti francesi e tedeschi ha una presenta una visione coerente e un progetto di riforma dell'Eurozona che mira a conciliare i due approcci, partendo dal presupposto che entrambi hanno ragion d'essere e poggiano su una solida base empirica. Nel capitolo vengono esaminati i principi generali alla base di tale documento, per passare successivamente alla valutazione delle proposte di riforma della politica fiscale riconducibili a due diversi tipi di interventi:

- discipline improving, che intendono rendere più efficace la risk reduction;

- stabilization improving, che hanno a che fare con il risk sharing.

Il terzo capitolo si concentra sul ruolo giocato dalle politiche fiscali per contrastare shocks asimmetrici. Nella prima parte viene svolta un'analisi empirica volta a valutare la presenza (o meno) di convergenza ciclica all'interno dell'Eurozona al fine di testare l'incidenza di shock asimmetrici. I risultati ottenuti mostrano come questo processo di convergenza appaia incompleto: gli shock idiosincratici sono ancora frequenti e non trascurabili. Le aspettative secondo cui le significative divergenze strutturali esistenti al momento dell'introduzione dell'Euro sarebbero state smussate dal processo di integrazione (dovuto ad un mercato unico e all'irrobustirsi dei legami commerciali e finanziari che si sarebbero instaurati tra i paesi aderenti) sono state disattese. Tale risultato rende ancora più cogente un uso efficace nonché una revisione delle regole relative all'uso delle politiche fiscali nell'area Euro, al fine di ridurre l'impatto degli shock asimmetrici esistenti.

Vengono considerate diverse proposte alternative quali:

- 1) il coordinamento delle politiche fiscali, che al momento è stato sistematicamente (o quasi) rinviato;
- 2) l'introduzione (all'interno del fiscal compact) di una golden rule che garantisca qualche tutela agli investimenti pubblici. L'applicazione pratica di una simile regola non è semplicissima, a cominciare dall'individuazione delle spese da far rientrare nella categoria degli investimenti pubblici "netti", che accrescono effettivamente il capitale a disposizione delle generazioni future. Tuttavia, la complessità delle attuali regole fiscali europee è tale che quelle della regola aurea impallidiscono al confronto, soprattutto se, almeno all'inizio, si decidesse di adottare



definizioni semplici di “investimento netto”, derivate dalle norme contabili esistenti, decidendo di escludere le spese militari ma di includere i trasferimenti alle imprese strettamente legati a nuovi investimenti.

3) la costituzione di una capacità fiscale dell'Eurozona, ovvero la realizzazione di un primo passo verso il bilancio comune, che passa attraverso il trasferimento di una parte delle risorse fiscali dei paesi membri (l'1% del loro Pil) all'ESM o a una qualche nuova autorità fiscale da definire per un lungo periodo di tempo (per esempio 50 anni). A fronte di questi impegni di pagamento l'ESM o chi per lui potrebbe emettere degli stability bond.

4) istituzione di rainy day funds. Tra i possibili impieghi di questo genere di fondi ha ricevuto particolare attenzione un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione, il cui funzionamento viene analizzato nel dettaglio e che ha recentemente suscitato l'interesse del nuovo Ministro delle Finanze tedesco Olaf Scholz.

Il quarto capitolo è dedicato alla questione della possibile trasformazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) in un vero e proprio Fondo Monetario Europeo (EMF), capace non solo di agire come prestatore di ultima istanza ai sovrani in difficoltà ma di garantire anche un supporto (backstop) al Fondo di Risoluzione Unico, per consolidare la fiducia nei confronti del sistema bancario europeo - messa duramente alla prova dalla crisi del 2011-12 e dai suoi successivi strascichi.

La proposta ha suscitato un intenso dibattito, caratterizzato da divergenti opinioni relative alla desiderabilità di sviluppare l'ESM/EMF lungo direttrici tra loro molto diverse. Da un lato vi è infatti la Juncker view, secondo cui la

Commissione dovrebbe assumere un ruolo ancora più centrale nella gestione delle crisi sovrane, rafforzando idealmente il percorso avviato dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (European Financial Stability Fund, EFSF) e attualmente proseguito dall'ESM. Dall'altro vi è invece la Schauble view – esplicitata nell'ormai famoso non paper dello scorso mese di Ottobre – secondo cui il ruolo della Commissione in seno all'ESM andrebbe decisamente ridotto a favore di una maggiore coinvolgimento dei singoli stati nazione, che eserciterebbero funzioni di vigilanza fiscale anche in tempi “normali”.

Le due posizioni nascondono una visione profondamente diversa per quanto riguarda natura e ruolo di una istituzione come il futuro EMF. In realtà, si tratta di un contrasto non nuovo che riflette visioni contrapposte che nel corso degli ultimi anni si sono sviluppate lungo almeno tre dimensioni riguardanti

- la natura – sovranazionale piuttosto che intergovernativa – di quelle istituzioni che inevitabilmente giocheranno un ruolo importante nel futuro scenario europeo;
- il ruolo – di mera correzione ex-post piuttosto che di una vera e propria azione disciplinante ex-ante – che le politiche gestite dalle istituzioni possono svolgere rispetto agli squilibri esistenti o in divenire;
- la sequenza temporale – tra politiche di risk sharing e di risk reduction – che le istituzioni comunitarie e i singoli paesi dovranno avviare per realizzare il vero e proprio deepening dell'Unione Monetaria.

Ad una prima analisi, la piattaforma negoziale tedesca – più ancora della proposta della Commissione – presenta diversi aspetti critici che potrebbero seriamente ostacolare la realizzazione della fase di *deepening* unitamente



alla realizzazione di una certa coesione all'interno dell'Eurozona.

Un rapido reality check – come quello auspicato da Donald Tusk nello scorso mese di dicembre per individuare le lacune da colmare nella costruzione dell'Eurozona – porta ad affermare che al momento attuale la trasformazione dell'ESM nell'EMF sia sostanzialmente irrealizzabile, in quanto sembra difficile arrivare in tempi brevi a un accordo che possa mediare posizioni decisamente distanti.

Infine, nel quinto e ultimo capitolo sono state analizzate le dinamiche di convergenza e divergenza in un campione di Paesi dell'Unione Monetaria Europea.

La questione delle divergenze strutturali gioca un ruolo cruciale nel funzionamento di un'unione monetaria come l'Eurozona e non casualmente viene spesso menzionata nei documenti pubblicati dalle principali istituzioni comunitarie. A questo proposito, dopo avere raccolto un'ampia serie di dati riguardanti la spesa pubblica e la qualità dei principali servizi pubblici durante gli ultimi venti anni negli Stati aderenti all'OCSE – tra cui quelli relativi ai settori dell'istruzione, della sanità, della giustizia civile e del mercato del lavoro – si è cercato di indagare il nesso tra l'andamento di queste grandezze e la performance macroeconomica dei diversi paesi, tenendo conto anche di altre possibili determinanti della performance - quali il livello di regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro; la fiducia dei cittadini nelle istituzioni nazionali e sovranazionali; l'insorgere di crisi. In particolare, la realizzazione di crisi economiche è stata identificata attraverso il verificarsi di un downgrade nel rating attribuito a ciascun Paese per misurarne la sostenibilità del debito.

I risultati di questa analisi empirica mostrano come, nonostante le divergenze in termini di crescita registrate dopo la crisi e la marcata riduzione della spesa pubblica nei Paesi della periferia dell'area Euro, la qualità dei servizi pubblici non si sia ridotta e, anzi, la convergenza con i Paesi core sia addirittura aumentata, anche grazie a nuove riforme in materia di deregolamentazione. Ciò è avvenuto quasi sempre indipendentemente dai programmi di assistenza dell'ESM e, in particolare, ha riguardato in maniera più intensa i Paesi dell'Eurozona piuttosto che gli altri Paesi OCSE che hanno subito un downgrade di pari intensità. Tuttavia, la crisi economica e le riforme attuate per promuovere la ripresa hanno generato un peggioramento delle percezioni della qualità della governance, conducendo a un sostanziale crollo del livello di fiducia nei confronti istituzioni e all'aumento del rischio di instabilità politica.



UN CONSIGLIO EUROPEO (FORSE) SPECIALE*

Alla fine di giugno si terrà un Consiglio Europeo il cui ordine del giorno presenta la discussione di temi a dir poco cruciali. Oltre a questioni legate alla difesa e alla sicurezza e – in ambito economico finanziario – all’innovazione e al modo digitale, si discuterà di tre problemi tanto attuali quanto strategici.

In primis, verrà affrontata la questione delle immigrazioni, dibattendo della possibilità di riformare il Trattato di Dublino. In secondo luogo, si cercherà di fare il punto relativo alla negoziazione con il Regno Unito per la gestione – sempre più irta di difficoltà – della Brexit. Infine, in modalità allargata ai 27 paesi membri della Unione Europea, si svolgerà l’Euro Summit. Sotto la guida di Donald Tusk si cercherà un accordo sulle riforme da realizzare per migliorare e, al tempo stesso, approfondire (*deepening*) l’Unione Economica Monetaria.

Con riferimento al *deepening* sono almeno tre le questioni che attirano l’attenzione degli addetti ai lavori.

La prima riguarda il completamento dell’Unione Bancaria (*Banking Union*). Lanciata nell’ormai lontano 2012, l’Unione Bancaria è lungi dall’essere stata completata. Dopo aver avviato il Meccanismo di Vigilanza Unico e costituito il Meccanismo di Risoluzione Unico, manca ancora del tutto il terzo pilastro costituito dalla Sistema Comune di Assicurazione dei Depositi.

La seconda concerne la possibile trasformazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) in un vero e proprio Fondo Monetario Europeo (EMF), capace non solo di agire come prestatore di ultima istanza ai sovrani in difficoltà ma di garantire anche un supporto (*backstop*) al Fondo di Risoluzione Unico, per consolidare la fiducia nei confronti del sistema bancario europeo - messa duramente alla prova dalla crisi del 2011-12 e dai suoi successivi strascichi.

Infine, la terza è relativa alla possibilità di sviluppare una certa capacità fiscale (*fiscal capacity*) all’interno dell’area Euro che sia in grado di contrastare le conseguenze di eventuali shock asimmetrici (*country specific*) e di colmare eventuali vuoti di domanda aggregata a livello di area Euro.

Le posizioni negoziali sono molto distanti e appaiono difficilmente conciliabili – almeno in tempi brevi. La questione per certi versi più sostanziale – e foriera di ancora maggiori perplessità – attiene alla sequenza temporale con cui verrebbe gestito il processo di *risk reduction* e *risk sharing*, che dovrebbe accompagnare le fasi finali dell’approfondimento dell’unione monetaria.

La posizione tedesca ritiene che il *sequencing* ottimale preveda prima l’eliminazione/riduzione dei fattori di rischio e solo in un secondo momento l’avvio della fase di condivisione dei rischi. Su posizioni opposte (o quasi) vi sono invece italiani e francesi che sottolineano come un processo di questo tipo sia estremamente pericoloso sia per i singoli paesi che per l’Eurozona nel suo complesso.

In linea di principio, si potrebbero delineare due scenari. Un *grand bargain* frutto di concessioni reciproche in diversi ambiti secondo una logica di *linkage politics*, di alto livello (e di altri tempi). In questo caso diventerebbe possibile trovare un punto d’accordo tra la visione solidaristica italo-francese e quella rigorista tedesca. Il punto d’arrivo sarebbe probabilmente la concessione di una procedura di automatica e ordinata ristrutturazione del debito – chiesta dai tedeschi per avviare il EMF - in cambio di un bilancio comunitario con vera *fiscal capacity*, o in alternativa il sostanziale allentamento delle regole fiscali (Patto di Stabilità & Fiscal Compact) cui i singoli stati si devono attenere ancora oggi. Ma vista e considerata la assoluta rigidità tedesca su (la impossibilità della) mutualizzazione del debito e (la assoluta necessità delle) regole fiscali, un *grand bargain* oggi appare del tutto irrealistico.

*a cura di Marco Lossani



Il secondo scenario è invece costituito da un *little bargain* fatto di numerosi compromessi per tentare di varare

- un bilancio comunitario – cui però manchi una vera fiscal capacity;
- un Fondo Salva Stati – privo di una vera accountability, ma con maggiori poteri di enforcement verso gli stati membri;
- una Banking Union – che non possa contare su un vero Lender of Last Resort per le banche in difficoltà.

Tuttavia, il gioco non varrebbe candela. Meglio concentrare gli sforzi sul raggiungimento di obiettivi più modesti in ambiti relativamente ristretti (come quelli relativi ad alcuni aspetti della Unione Bancaria) evitando di creare ulteriore dissenso all'interno dell'Eurozona, e più in generale nell'Unione Europea. Lo scarso capitale politico di cui oggi dispongono i governi dei paesi europei va usato con assoluta parsimonia. Disperderlo sarebbe estremamente rischioso.



1. VERSO IL COMPLETAMENTO DELL'UNIONE BANCARIA*

Introduzione

Nel 2012 i capi di Stato dei principali paesi europei, oltre al Presidente della Commissione Europea annunciavano di voler dar l'avvio all'Unione Bancaria. A cinque anni dall'inizio della crisi finanziaria internazionale e tre della crisi del debito sovrano di numerosi paesi dell'area dell'euro, l'obiettivo era quello di spezzare i legami fra rischi sovrani e sistemi bancari nazionali, rafforzare l'integrazione dei sistemi bancari in Europa e dare un assetto unitario alla supervisione e alla vigilanza bancaria europea.

Sin dalla sua origine l'Unione bancaria prevedeva tre pilastri: il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism - SSM), il Meccanismo di risoluzione unico delle crisi bancarie (Single Resolution Mechanism - SRM) e un Sistema comune di assicurazione sui depositi (European Deposit Insurance System - EDIS). Tutto ciò avrebbe dovuto avvenire sotto il cappello di un sistema armonizzato di regole prudenziali (Single Rulebook), che includevano l'implementazione dei requisiti patrimoniali di Basilea e le altre direttive europee in materia bancaria e di tutela dei risparmiatori.

Nel novembre del 2014 prendeva l'avvio il Meccanismo di vigilanza unico, attraverso l'assunzione da parte della Banca Centrale Europea dei compiti di vigilanza bancaria: direttamente su 123 banche "significative" che rappresentano oltre 80% degli attivi bancari della zona dell'euro, indirettamente su tutte le altre. La realizzazione del SSM ha richiesto uno sforzo organizzativo notevole, di cui va riconosciuto il merito alla Bce e alle Banche Centrali Nazionali che hanno contribuito al successo dell'operazione.

Tuttavia, alcuni problemi sono emersi in questi primi anni di operatività, soprattutto dal lato della comunicazione con il mercato e del coordinamento con le altre autorità europee. La Bce non ha sempre reso trasparenti i criteri con i quali esercita l'ampia discrezionalità di cui gode in virtù del Secondo Pilastro degli accordi di Basilea: pensiamo ad esempio al "processo di revisione e valutazione prudenziale" (Supervisory Review and Evaluation Process - SREP) e alla imposizione di soglie patrimoniali *ad hoc* (per ciascuna banca) che hanno a volte sorpreso i mercati e generato aspettative di ulteriori richieste. Il coordinamento con le altre autorità (Commissione UE e Eba) è risultato a volte difficile: si ricordi, ad esempio, l'introduzione delle nuove regole relative agli accantonamenti da apportare a fronte di prestiti deteriorati (*calendar provisioning*). Inoltre, la soglia dei 30 miliardi di attivo (sotto la quale una banca non rientra nella vigilanza diretta della Bce) ha lasciato una quota non trascurabile del sistema bancario sotto la vigilanza delle Bcn, lasciando aperta la possibilità di pratiche di vigilanza difformi tra un paese e l'altro, sebbene all'interno di una cornice regolamentare comune. In alcuni paesi, quali la Germania, tale soglia ha escluso dalla vigilanza diretta della Bce un'ampia quota di intermediari. Nel 2015 veniva costituito il Meccanismo di Risoluzione Unico, con l'istituzione di una nuova autorità (Single Resolution Board - SRB) e del fondo europeo destinato a contribuire alla gestione delle crisi bancarie (Single Resolution Fund - SRF). Nello stesso periodo entrava in vigore la direttiva (Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD) che ha introdotto nuove regole nella gestione delle crisi, in particolare il *bail-in* (entrato in vigore all'inizio del 2016). Pur avendo una giustificazione condivisibile, le nuove regole sono state introdotte senza la dovuta attenzione alla fase di transizione: esse sono state applicate in modo retroattivo (agli strumenti finanziari già

*a cura di Angelo Baglioni e Rony Hamaui



emessi) e senza una adeguata opera di informazione della clientela al dettaglio coinvolta nel nuovo regime. In prospettiva, i problemi emersi nella fase di prima applicazione dovrebbero trovare un correttivo con l'entrata in vigore del requisito relativo alle passività eleggibili ai fini della risoluzione (Minimum Requirement on Eligible Liabilities - MREL), il cui obiettivo è di aumentare la capacità di assorbimento delle perdite della banca. I primi passi compiuti dalla nuova autorità, il SRB, hanno destato qualche perplessità. Ad esempio, nel corso della crisi delle due banche venete (Popolare Vicenza e Veneto banca) la decisione di esentare quelle banche dalla procedura di risoluzione è apparsa discutibile, data la rilevanza dei due intermediari per l'economia della regione. La definizione della soglia MREL sembra poco trasparente e in ritardo rispetto ai tempi previsti inizialmente.

Seppure con i limiti indicati, i primi due pilastri della Unione bancaria sono stati realizzati. La lacuna maggiore, rispetto al progetto iniziale, è la mancanza del terzo pilastro: la assicurazione europea dei depositi. Da questo problema partiremo nel seguito, esaminando lo stato delle trattative ed i possibili sviluppi. Poiché la realizzazione dell'EDIS dovrebbe comportare qualche forma di condivisione dei rischi a livello europeo, essa viene spesso posta come contropartita della riduzione dei rischi presenti nel sistema bancario. Per questo motivo, esamineremo due importanti fonti di rischio: i crediti deteriorati e il portafoglio di titoli pubblici presenti nei bilanci bancari.

1. L'assicurazione dei depositi

La mancanza di un Sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS) rimane la lacuna fondamentale dell'Unione bancaria. La necessità di realizzare il terzo pilastro del progetto originale, dopo il SSM e il SRM, è stata ribadita

nel 2015 dal "Rapporto dei cinque Presidenti" e successivamente più volte dalla Commissione europea. Quest'ultima, nella sua "Comunicazione sul completamento dell'Unione bancaria" dell'ottobre 2017 descriveva così lo Status di avanzamento della EDIS: "Technical work is ongoing but with limited political progress" (pag. 9). La Commissione prendeva così atto che, nonostante sul piano tecnico le analisi e le proposte dettagliate non mancassero, sul piano politico la trattativa appare bloccata. Com'è noto, questo blocco deriva sostanzialmente dall'opposizione di quei paesi, di cui il principale è la Germania, che vedono nella EDIS la via per mutualizzare le perdite accumulate dai sistemi bancari di altri paesi. Per questo motivo, antepongono la riduzione dei rischi tuttora presenti nei bilanci di molte banche europee alla realizzazione di qualsiasi forma di assicurazione comune dei depositi.

Il dibattito politico ha in realtà finito per influenzare anche le analisi e le proposte tecniche. Soprattutto, esso ha condizionato le proposte fatte dalla stessa Commissione UE. La proposta di regolamento avanzata dalla Commissione nel dicembre 2015 prevedeva la realizzazione, seppure in modo molto graduale, di un vero e proprio sistema comune di assicurazione dei depositi in Europa. La Comunicazione dell'ottobre 2017, pur ribadendo formalmente che quella proposta "rimane sul tavolo invariata" (pag.10), prende atto del fatto che essa è rimasta bloccata e ne fa un'altra, che rappresenta un netto arretramento. Nel seguito, descriviamo brevemente e confrontiamo tra di loro queste due proposte.

La proposta del 2015¹ prevedeva tre fasi: riassicurazione (da luglio 2017 a luglio 2020), coassicurazione (da luglio 2020 a luglio 2024), assicurazione comune (dal luglio 2024). Nella prima fase, l'EDIS coprirebbe fino al 20% del

¹ COM(2015) 586 final.



deficit di liquidità e fino al 20% delle “perdite in eccesso” di ogni sistema di assicurazione nazionale: l’EDIS contribuirebbe così a coprire con prestiti eventuali carenze di liquidità, ma anche con contributi a fondo perduto a coprire eventuali perdite di un fondo nazionale che eccedano le sue risorse, raccolte attraverso i contributi delle banche e i proventi della liquidazione delle banche insolventi. Nella seconda fase (co-assicurazione), l’EDIS coprirebbe una quota progressivamente crescente di anno in anno (20%, 40%, 60%, 80%) delle esigenze di liquidità e delle perdite dei sistemi nazionali. La co-assicurazione, attraverso prestiti o contributi veri e propri, interverrebbe “dal primo euro” di necessità finanziarie di un fondo nazionale, senza attendere che esso abbia esaurito le sue risorse. La terza fase vedrebbe l’EDIS coprire tutte le esigenze di liquidità e le perdite registrate a livello nazionale, quindi realizzerebbe una mutualizzazione completa.

La proposta del 2017² prevede una prima fase, che viene ancora chiamata “ri-assicurazione”. Tuttavia in questa fase l’EDIS farebbe solo prestiti ai sistemi nazionali di assicurazione, qualora essi abbiano esaurito le loro risorse. Non ci sarà quindi alcuna condivisione delle perdite, anche se è vero che l’assistenza finanziaria potrà arrivare a coprire fino al 90% delle esigenze di liquidità di un fondo nazionale (nel terzo anno di applicazione). Si prevede poi una seconda fase, quella di co-assicurazione, nella quale il sistema europeo EDIS dovrebbe contribuire, insieme a quelli nazionali, a sostenere le eventuali perdite generate dal rimborso dei depositanti di banche poste in liquidazione. Ma l’attivazione della seconda fase è tutt’altro che scontata. Anzi, essa è subordinata al fatto che le banche superino un esame dei loro attivi (*Asset Quality Review* – Aqr) e riducano eventuali rischi eccessivi ancora presenti nei loro bilanci, dovuti a prestiti deteriorati e attività “di

livello III”; questo esame dovrà essere tenuto entro il 2022. La fase di co-assicurazione partirebbe con un contributo dell’EDIS alle perdite pari al 30%, che dovrebbe poi salire, ma senza una scaletta precisa. L’obiettivo finale rimane indeterminato e il raggiungimento di una assicurazione comune completa non è un obiettivo esplicito; esso rimane affidato all’affermazione di principio che il progetto originale (quello del 2015) è ancora sul tavolo delle trattative.

La Commissione UE ha commissionato uno studio di impatto³, in cui si simulano le performance di tre diversi sistemi di assicurazione dei depositi a livello europeo: 1) piena mutualizzazione tramite un sistema unico (EDIS); 2) ri-assicurazione, nel quale un fondo comune interviene a coprire parte delle perdite solo dopo che un sistema nazionale abbia esaurito le sue risorse; 3) prestiti reciproci, nel quale i fondi nazionali si prestano fondi (entro certi limiti) per fornire un aiuto finanziario a un sistema che si trovi a corto di liquidità. L’opzione 1) equivale al terzo stadio della proposta della Commissione Ue del 2015, mentre la 2) è in linea con il primo stadio della stessa proposta. L’opzione 3) può essere considerata una buona approssimazione della prima fase del sistema proposto nel 2017. Lo studio utilizza i dati di bilancio (del 2013) relativi a 3.400 banche della UE, che rappresentano pressoché la totalità del sistema bancario europeo in termini di totale attivo. Non sorprendentemente, i risultati dell’analisi dimostrano che, in caso di uno scenario avverso, la prima opzione è superiore alle altre due, sia in termini di liquidità che di copertura delle perdite: la quota di esigenze di liquidità e di perdite che restano non coperte (né dai sistemi nazionali né da quello europeo) è inferiore nel sistema EDIS rispetto agli altri due meccanismi. Tra questi ultimi, la ri-assicurazione

² COM(2017) 592 final.

³ *The European Deposit Insurance Scheme: assessing risk absorption via SYMBOL*, EU Commission, JRC Working Papers in Economics and Finance, 2017/12.



ha una performance migliore del sistema di prestiti reciproci, sia in termini di liquidità che di copertura delle perdite. Va notato che le performance dei tre sistemi sono significativamente diverse solo in uno scenario estremo: l'1% più severo delle simulazioni effettuate nell'analisi. Al contrario, nel 90% delle simulazioni i tre sistemi sono equivalenti.

Anche la Bce⁴ ha di recente analizzato l'impatto di una assicurazione europea dei depositi, utilizzando i dati relativi a 1675 banche della zona euro, pari al 75% del sistema in termini di totale attivo. L'analisi prende come riferimento la dimensione del fondo di assicurazione (EDIS) posto dalla Commissione come obiettivo: lo 0,8% dei depositi assicurati (questo è anche l'obiettivo stabilito dalla Direttiva del 2014 per i sistemi nazionali). Il primo risultato delle simulazioni fatte dalla Bce è che tale dimensione, pari a 38 miliardi di euro, è più che sufficiente a coprire gli esborsi stimati dell'EDIS, anche a fronte di una crisi molto severa. Contribuisce a questo risultato il fatto che, in una eventuale procedura di risoluzione, altre passività bancarie (almeno capitale, obbligazioni subordinate e *senior unsecured bonds*) dovrebbero assorbire le perdite, prima che il fondo di assicurazione sia chiamato a contribuire. Su questo punto, vale la pena di osservare che la dimensione-obiettivo del fondo di assicurazione europeo (0,8% dei depositi garantiti) sommata a quella (1%) del fondo di risoluzione (SRF) sarebbe simile a quella del fondo di risoluzione-assicurazione statunitense (FDIC), che ha come obiettivo quello di raggiungere il 2% dei depositi garantiti.

Il risultato più interessante dello studio Bce è che l'entità dei sussidi incrociati tra i paesi della zona euro sarebbe molto inferiore a quanto comunemente si ritiene. Sotto ipotesi di stress

prudenti (fallimento del 3% più rischioso del sistema bancario nazionale) solo due paesi, Spagna e Grecia, sarebbero sussidiati, ricevendo di più di quello che hanno versato attraverso i premi di assicurazione. In uno scenario più severo (fallimento del 10% più rischioso del sistema bancario nazionale) ad essi si aggiungerebbero Belgio e Cipro. Un ruolo cruciale, nel produrre questo risultato, è svolto dai premi di assicurazione "risk-based" calcolati su base europea: ogni banca dovrebbe pagare un premio che riflette il suo grado di rischiosità rispetto alle altre banche europee, sulla base di alcuni indicatori (capitale, liquidità, qualità dell'attivo, business model). E' interessante notare che i sistemi bancari che dovrebbero pagare di più, rispetto ad un sistema puramente proporzionale (0,8% dei depositi garantiti), sono quelli dei paesi comunemente ritenuti più a rischio (Grecia, Spagna, Portogallo, Italia) ma anche quello tedesco; al contrario, contribuirebbero di meno, tra gli altri, i sistemi bancari di Francia, Olanda, Austria e Belgio. Infine, lo studio della Bce simula gli effetti di un sistema misto, dove il fondo europeo interverrebbe solo in fase di riassicurazione dei sistemi nazionali. Il risultato interessante è che l'entità dei sussidi incrociati aumenterebbe in questo caso, rispetto a un sistema EDIS totalmente integrato. Il motivo risiede nel calcolo dei premi di assicurazione: i sistemi nazionali sarebbero finanziati da premi calcolati su base nazionale, dove il rischio di ciascuna banca è valutato rispetto alle altre banche dello stesso paese, non su base europea.

Nel complesso, queste evidenze empiriche indicano che il passaggio ad un vero e proprio sistema di assicurazione dei depositi di livello europeo garantirebbe una maggiore solidità rispetto a eventuali shock avversi, grazie al *pooling* delle risorse e all'effetto di diversificazione del rischio su una base più ampia di quella nazionale. Soluzioni intermedie, come la

⁴ *Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidization?*, Ecb Occasional Paper n. 208/2018.



ri-assicurazione o un meccanismo di prestiti reciproci, sarebbero inevitabilmente più deboli. I timori legati ai sussidi incrociati tra un paese e l'altro sembrano eccessivi: il risk-sharing è contro-bilanciato dal fatto che i premi da versare al fondo europeo sarebbero calcolati sulla base del rischio relativo di ciascuna banca rispetto alle altre della zona euro. Al contrario, qualunque soluzione che mantenga i sistemi nazionali (pur in presenza di prestiti reciproci o di ri-assicurazione) vedrebbe i premi di assicurazione ancora calcolati (almeno in parte) su base nazionale. Questi non tengono in conto le esternalità tra un paese e l'altro: una banca (o un sistema bancario) più rischioso rispetto alla media europea dovrebbe versare premi più elevati, cosa che non avviene se i premi sono calcolati su base nazionale.

Per questi motivi, riteniamo che la trattativa a livello politico debba riprendere dalla proposta della Commissione UE del 2015, che prevede il raggiungimento di una vera e propria assicurazione europea, seppure attraverso altre due fasi intermedie. La Comunicazione del 2017 rappresenta un arretramento inaccettabile, poiché sembra avallare l'opzione più debole tra tutte quelle sul tappeto, ovvero un sistema di prestiti reciproci (che interverrebbe in seconda battuta, dopo l'esaurimento delle risorse nazionali), rimandando la realizzazione di una maggiore integrazione ad un orizzonte non definito. La mancata realizzazione della assicurazione comune rappresenta un elemento di vulnerabilità della zona euro rispetto a eventuali shock finanziari di dimensioni importanti, che si aggiunge alla mancanza di un *fiscal back-stop* comune per il fondo di risoluzione europeo (SRF).

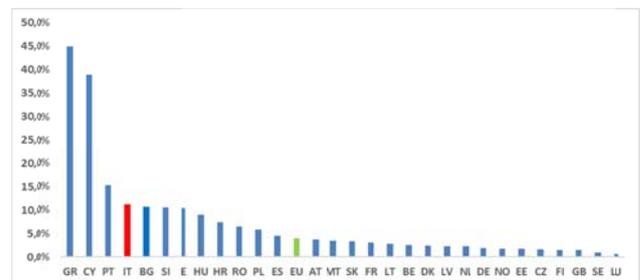
Sul piano della *governance*, sembra ragionevole ipotizzare che il futuro fondo di assicurazione europeo dei depositi sia amministrato dal *Single Resolution Board* (SRB), che già amministra il SRF. La ragione di ciò non risiede solo nella necessità di evitare duplicazioni di autorità e

burocrazie, ma anche nel fatto che i fondi di assicurazione sono potenzialmente coinvolti nella risoluzione delle banche in crisi. E' quindi naturale che il SRB evolva verso una istituzione che integra le due funzioni di risoluzione bancaria e di assicurazione dei depositi, sul modello del FDIC statunitense. La proposta di regolamento UE del 2015 va in questa direzione, prevedendo un "Single Resolution and Deposit Insurance Board".

2. I crediti deteriorati

I paesi dell'Unione Europea si caratterizzano per una forte dispersione dell'ammontare di crediti deteriorati presenti nei bilanci bancari. Nel dicembre del 2017 in sette paesi dell'Unione il peso degli NPL sul totale dell'attivo delle banche superava il 10%, con punte fra il 30% e 40% in Grecia, Cipro e Portogallo. Alla stessa data oltre un terzo dei paesi dell'Unione, fra cui la Germania, la Gran Bretagna, il Belgio e i paesi baltici e quelli nordici, avevano un rapporto tra crediti deteriorati e totale attivo inferiore al 3%, valori non distanti da quelli osservati nei principali paesi industrializzati quali gli Stati Uniti e il Giappone. Tra i grandi paesi europei l'Italia era l'unico in cui l'*NPL ratio* superava, seppure di poco, della soglia del 10% (FIG. 1).

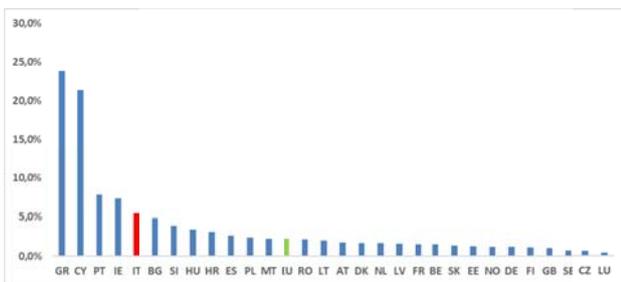
FIG. 1 - NPL ratio



Allo stesso modo la percentuale degli accantonamenti posti in bilancio a fronte di questi crediti deteriorati oscillava grandemente nei paesi EU fra il 70% ed il 30%, con una media vicina al

45% e una correlazione con gli NPL ratio di solo lo 0,2. Così anche la dispersione fra i diversi paesi dell'UE dei crediti deteriorati al netto degli accantonamenti risultava, seppure in misura minore, piuttosto marcata. Infatti cinque paesi europei, inclusa l'Italia, aveva una NPL ratio al netto degli accantonamenti superiore al 5%, a fronte di una media EU pari al 2,2% (FIG. 2).

FIG. 2 - NPL ratio al netto delle rettifiche



Fonte: Eba Risk Dashboard Q4 2017

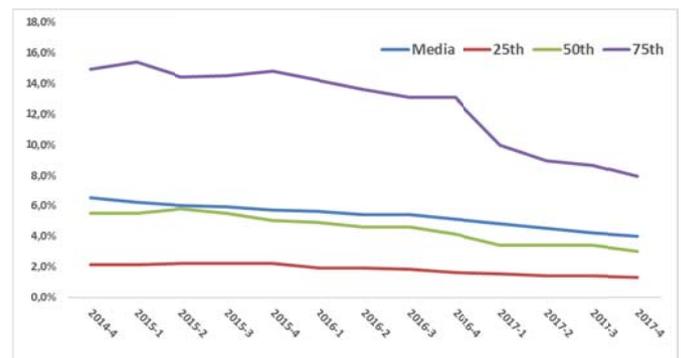
È evidente che in una simile situazione i sistemi bancari più forti possano essere preoccupati a mutualizzare una qualsiasi forma di assicurazione sui depositi. Infatti, spesso le riserve poste a bilancio a fronte dei crediti deteriorati si sono rivelate insufficienti a coprire le perdite effettive a fronte di tali crediti e tali perdite, anche se solo potenziali, sono state la premessa per porre in seria difficoltà la stabilità degli istituti di credito. Inoltre, in presenza di una percentuale elevata di crediti deteriorati i sistemi bancari diventano più fragili a shock esterni anche di lieve entità. Ne sanno qualcosa le banche italiane che hanno pagato un conto salato per cercare di salvare le banche del centro o quelle venete in difficoltà.

Tuttavia queste preoccupazioni sembrano oggi molto meno rilevanti che nel passato per almeno tre motivi. In primo luogo, da quando nel 2014 ha preso avvio il meccanismo di vigilanza unico, l'attivo delle banche europee è stato sottoposto a numerose verifiche (Asset Quality Review), Stress

Test e ispezioni approfondite. Gli accantonamenti sono cresciuti, la classificazione dei crediti migliorata, il capitale regolamentare è stato più volte rivisto verso l'alto e tutta la regolamentazione prudenziale rafforzata.

In secondo luogo, sotto la pressione delle autorità di vigilanza e delle forze di mercato lo stock di crediti deteriorati, soprattutto dei paesi più deboli, è in rapida riduzione. Se nella media dei paesi dell'Unione il rapporto tra crediti deteriorati e totale attivo si è ridotto di oltre un terzo dal 6,5% al 4%, il medesimo rapporto nei paesi con sistemi bancari più fragili si è dimezzato passando dal 15,4% al 7,9% nello stesso periodo di tempo (FIG. 3). Particolarmente accentuata è stata la caduta del NPL ratio registrato nel terzo percentile a partire dalla fine dello 2016: oltre 5 punti percentuali in poco più di cinque trimestri. Se tale traiettoria dovesse proseguire anche nei prossimi trimestri, il problema dello stock del NPL verrebbe sostanzialmente risolto nel giro di un paio di anni.

FIG. 3 - Andamento del NPL ratio per percentile



Fonte: Eba Risk Dashboard Q4 2017

Anche in Italia il fenomeno appare in graduale rientro giacché i crediti deteriorati lordi, dopo aver raggiunto un picco a metà del 2015, quando rappresentavano quasi il 17% degli attivi, hanno conosciuto una rapida discesa fino a toccare



l'11,1% lo scorso dicembre. Poiché nel frattempo gli accantonamenti sono passati dal 45% al 50,6%, i crediti deteriorati netti si sono ridotti dal 9,2% al 5,5% nello scorso dicembre (FIGG. 4 e 5). Negli ultimi due anni molte banche italiane, sotto la spinta delle autorità di vigilanza e del mercato, hanno attuato politiche attive di gestione del credito problematico, aumentando gli accantonamenti, gestendo in maniera più attiva le posizioni in essere e vendendo significativi portafogli di NPL, sia attraverso cartolarizzazioni che vendite dirette anche delle piattaforme di gestione.

FIG. 4 - Italia NPL ratio al lordo e netto delle rettifiche

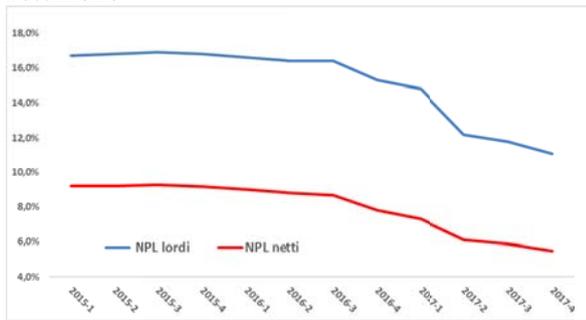
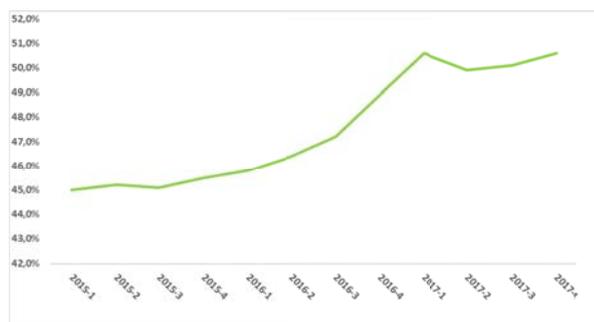


FIG. 5 - Italia percentuale delle rettifiche



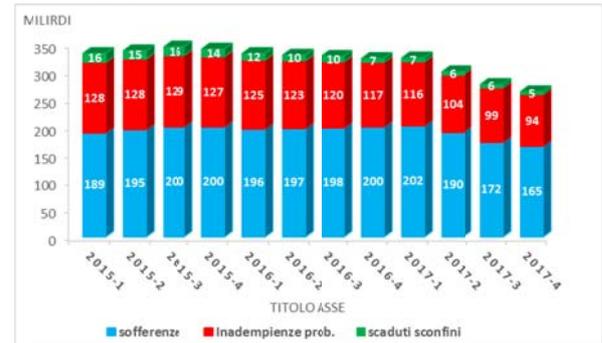
Fonte: Eba Risk Dashboard Q4 2017

La caduta dei crediti deteriorati non ha riguardato solo le sofferenze, ma ha coinvolto anche le inadempienze probabili (*unlikely to pay*) che hanno conosciuto nell'ultimo anno una contrazione in ragione annua del 25%, anche più

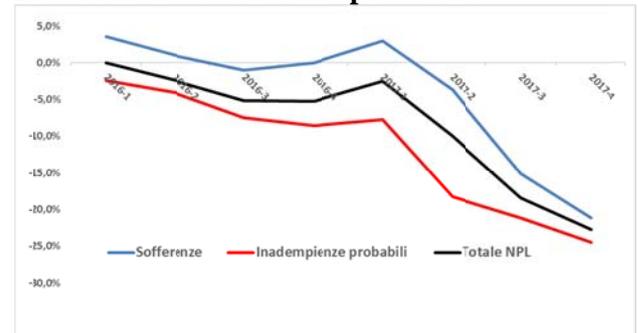
forte di quella osservata su quella dei crediti in default (FIG. 6).

FIG. 6 - Evoluzione dei NPL in Italia per classi di deterioramento

In miliardi



In variazione % sull'anno precedente



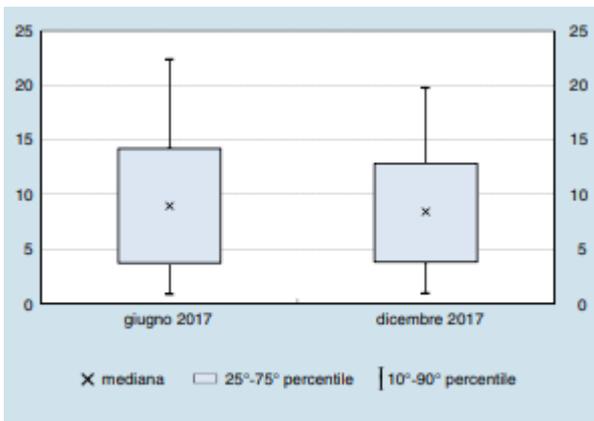
Fonte: Banca d'Italia e Istat

Gli ultimi dati dell'ABI ci dicono che la caduta è proseguita, e anzi si è accelerata, nei primi mesi del 2018 giacché a marzo 2018 le sofferenze nette si sono attestate a 53,9 miliardi, 10,5 miliardi in meno del dato registrato lo scorso dicembre. Rispetto al livello massimo delle sofferenze nette raggiunto a novembre 2015 (88,8 miliardi), la riduzione è di quasi 35 miliardi, cioè diminuisce di oltre il 39%. Possono aver contribuito al risultato l'imminente scadenza della garanzia statale sulle operazioni di cartolarizzazione (la cosiddetta GACS - Garanzia Cartolarizzazioni Sofferenze) e l'entrata in vigore del nuovo

principio contabile IFRS 9, che prevede un regime transitorio in fase di prima applicazione (*first time adoption*) per cui l'*impairment* generato non ha effetti sul conto economico, ma solo sullo stato patrimoniale della banca.

Anche la dispersione fra le diverse banche dell'incidenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche, pur rimanendo ancora alta, si è ridotta in maniera significativa nell'ultimo anno (FIG. 7).

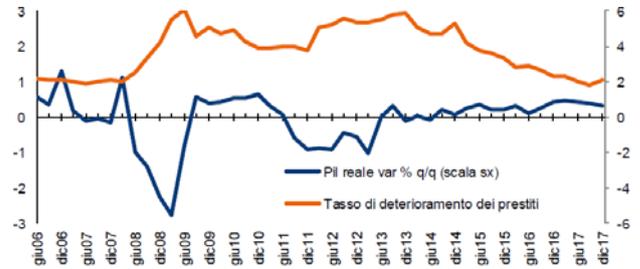
FIG. 7 - Distribuzione tra le banche dell'incidenza di crediti deterioramenti netti



Fonte: Banca d' Italia Rapporto sulla stabilità finanziaria 1 2018

Infine, è interessante osservare che a fine 2017 il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto alle consistenze dei prestiti *in bonis* del trimestre precedente è sceso sotto al 2%, valori che non si registravano dal 2006 e che la ripresa economica sembra spiegare. (FIG. 8). Così dall'inizio del 2017 il flusso di nuovi crediti deteriorati è stato inferiore al flusso in uscita dal sistema bancario.

FIG. 8 - Evoluzione del tasso di deterioramento dei prestiti e del PIL



Fonte: Banca d'Italia e Istat

In conclusione il problema dello stock di crediti deteriorati sembra in via di risoluzione, tant'è che la Bce ha fatto trapelare che non intende emanare delle nuove direttive per il loro smaltimento così come annuncia lo scorso dicembre. Ovviamente se il processo di riduzione dello stock di NPL non dovesse proseguire o se qualche banca dovesse continuare a mostrare valori fuori linea, la banca centrale ha molti strumenti all'interno del secondo pilastro della regolamentazione per far rientrare queste situazioni anomale.

Rimane, infine, da osservare il terzo e ultimo aspetto per il quale oggi i crediti deteriorati non sembrano più essere uno ostacolo alla creazione di un'assicurazione sui depositi europei: la gestione dei nuovi flussi di sofferenze. Negli ultimi anni sia la BCE che le altre autorità europee hanno preso numerose iniziative destinate ad influenzare nei prossimi anni l'operatività del sistema bancario in maniera rilevante:

- 1) nel marzo 2017 la Bce ha emanato le *Linee-guida sui NPL* che indicano un insieme di *best practices* nella gestione dei crediti deteriorati che le banche, specie quelle "*high NPL banks*", devono rispettare o giustificare il non rispetto in base al principio *comply or explain*. Anche l'EBA ha poi emanato delle linee guida alla gestione dei crediti deteriorati.
- 2) nel marzo 2018, la Bce ha emanato un Addendum alle linee guida sui crediti deteriorati e la Commissione europea ha pubblicato una



proposta di Regolamento sulla copertura minima dei crediti deteriorati, che necessita l'approvazione del Parlamento e del Consiglio europeo. Entrambe le iniziative si pongono l'obiettivo di stimolare le banche ad una rapida ed efficiente gestione dei nuovi crediti deteriorati (TAB. 1)

3) nel luglio 2017 il Consiglio UE ha invitato l'EBA a sviluppare modelli per trasmettere informazioni e dati (*NPL templates*)

con la finalità di ridurre le asimmetrie informative tra potenziali acquirenti e venditori di crediti deteriorati. Questi modelli dovrebbero permettere alle banche di fornire dati comparabili e standardizzati, relativi agli NPL, agli investitori e ad altre parti interessate nelle transazioni.

TAB. 1 - Principali caratteristiche dell'Addendum BCE e del Regolamento della Commissione

Norma /Ente	Data di avvio	Ambito di applicazione	Tasso di copertura	Perimetro	Ambito legale
Addendum BCE Immediatamente In vigore	1 aprile 2018	Nuovi NPL	Crediti non garantiti 100% entro 2anni Crediti garantiti 100% a partire del 3 anno ed entro 7 anni	Banche significative	Pillar 2 Non vincolanti ma aspettativa del supervisore e base del dialogo
Regolamento della Commissione in vigore dopo l'approvazione del Parlamento e del Consiglio	14 marzo 2018	Nuovi impieghi che col tempo produrranno NPL	Crediti non garantiti 100% entro 2anni Crediti garantiti 100% entro 8 anni	Tutte le banche dell'UE	Pillar 1 Regolamento con validità erga- omnes

Per una dettagliata analisi di questi e di altri provvedimenti presi a livello nazionale si rimanda all'Osservatorio Monetario n. 1/2018. Tuttavia è chiaro che essi, data la loro ampiezza e invasività, sembrano del tutto adeguati ad assicurare nei prossimi anni una gestione attenta e tempestiva dei nuovi crediti deteriorati. Già oggi le banche europee in generale e quelle italiane in particolare hanno dimostrato di voler affrontare il problema con una determinazione mai vista in precedenza: le unità di gestione del credito, in particolare quelle del credito deteriorato, hanno assunto una assoluta centralità; nuove competenze e investimenti sono stati messi in campo; nuovi processi sono stati disegnati per gestire in maniera

efficace e proattiva il credito deteriorato; la qualità e quantità delle informazioni disponibili è cresciuta; sta velocemente nascendo un efficiente mercato in cui vengono scambiati ampi volumi di NPL a prezzi sempre più "di mercato", grazie alla nascita di nuovi intermediari non bancari specializzati.

3. I titoli pubblici nei bilanci bancari

L'ammontare di titoli pubblici detenuti dalle banche della zona Euro ha conosciuto una forte impennata durante l'ultima crisi del debito sovrano. Questi infatti sono passati da poco più di 800 miliardi nel 2010 a quasi 1.400 miliardi nel 2013. Tale crescita si è arrestata solo quando

Draghi annunciò che “la Bce era pronta a salvaguardare l'euro con ogni mezzo” e venne avviato il programma di acquisti a titolo definitivo di titoli pubblici a breve dei paesi in difficoltà OMT (Outright monetary transactions). Tuttavia solo a partire dall'inizio del 2015 il volume di titoli pubblici presenti nei bilanci delle banche dell'eurozona si è gradualmente ridotto, quando la Bce ha introdotto il programma di acquisto di titoli pubblici PSPP (Public Sector Purchase Programme) e le tensioni finanziarie si sono

affievolite. Esso tuttavia non è mai ritornato ai livelli precrisi (FIG. 9).

Queste regolarità, pur essendo osservabili in tutti i paesi dell'area Euro, risultano particolarmente pronunciate nei sistemi bancari italiano e spagnolo, che negli anni della crisi hanno visto raddoppiare l'ammontare di titoli pubblici detenuti nel loro attivo (FIG. 10).

I fenomeni sopra descritti hanno fatto sì che la concentrazione sul rischio sovrano, misurata dalla

FIG. 9 - Ammontare di titoli pubblici detenuti dalle banche dei paesi Euro (milioni di euro – dati BCE)



FIG. 10 - Ammontare di titoli pubblici detenuti dalle banche dei principali paesi Europei (milioni di euro – dati BCE)

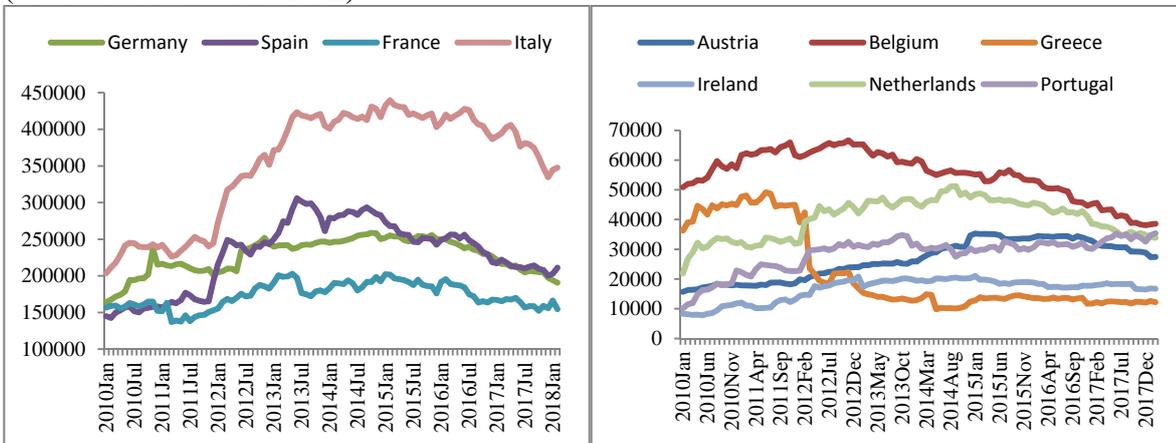
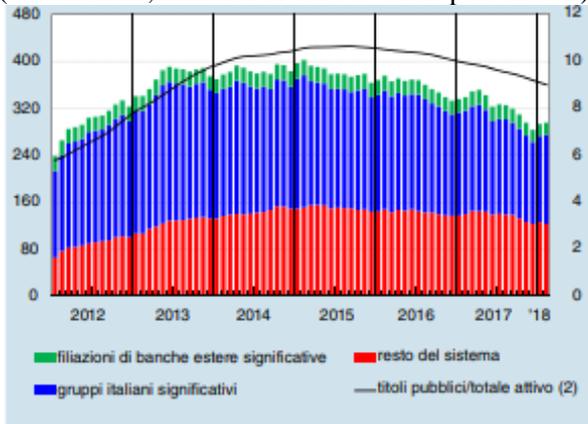


FIG. 12 - Investimenti delle banche in titoli pubblici italiani¹

(dati mensili; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (2) Scala di destra. Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato.

è naturalmente più incentivato a comprare titoli pubblici, anche in assenza di espliciti fenomeni di *moral suasion*, poiché i suoi azionisti non contesteranno un simile comportamento. Altri commentatori hanno mostrato come i fenomeni sopra descritti siano stati più evidenti nei mesi in cui scadevano un maggior numero di titoli pubblici e il loro rinnovo risultava più problematico. Diverso, invece, è stato il comportamento delle banche estere, meno soggette a pressioni politiche⁵.

⁵ Ongena, S., Popov, A., and Van Horen, N., (2016). ‘The invisible hand of the government: “Moral suasion” during the European sovereign debt crisis’. European Central Bank, Working paper No. 1937. Battistini, N., Pagano, M. and Simonelli, S. (2014), ‘Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the euro crisis’, Economic Policy. Altavilla, C., Pagano, M. and S. Simonelli (2015). ‘Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission’. CSEF Working Papers 410, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy. Horvath, B.L., Huizinga, H. and Ioannidou, V. (2015), ‘Determinants and valuation effects of the home bias in european banks’ sovereign debt portfolios’. CEPR Discussion Paper No. DP10661.

A spiegare la crescita dei titoli pubblici nei bilanci bancari possono ugualmente aver concorso anche strategie di *carry trade* e *risk shifting* messe in atto dalle banche al fine di massimizzare i loro profitti corretti per il rischio. Infatti, in un momento di tensione dei tassi e abbondante liquidità a basso costo, le banche possono aver voluto investire maggiormente in titoli pubblici, che a differenza dei crediti privati non assorbono capitale, sono più liquidi e utilizzabili quale collaterale presso la banca centrale per ottenere più liquidità. Fenomeni di *home bias*, dovuti ad asimmetrie informative o altri costi espliciti o impliciti, possono poi spiegare la preferenza per i titoli pubblici domestici e il diverso comportamento delle banche nazionali da quelle estere⁶.

Anche sul fronte delle conseguenze economiche del fenomeno in questione abbiamo almeno due diverse interpretazioni. Da un lato alcuni commentatori hanno sottolineato il carattere stabilizzante sui mercati di tali comportamenti delle banche nazionali⁷. Queste sono sempre state degli investitori stabili ed in grado di fornire liquidità al mercato e tale ruolo appare particolarmente importante ed evidente nei momenti di crisi. Altri analisti hanno invece osservato come l’aumento dell’esposizione del sistema bancario al rischio sovrano alimenti ulteriormente le preoccupazioni per il cosiddetto “diabolic loop”, cioè il circolo vizioso tra crisi bancarie e crisi del debito.

⁶ Acharya, V.V. and Steffen, S. (2014), ‘The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks’, Journal of Financial Economics.

⁷ Lanotte M., Manzelli G., Rinaldi A.M., Taboga M., and Tommasino P. (2016), ‘Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks’ sovereign exposures’, Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper No. 326.



Da sempre la salute del sistema bancario e quella della finanza pubblica risultano comunque strettamente collegate, sia perché il portafoglio crediti delle banche è molto sensibile al ciclo economico, sia perché le banche giocano un ruolo centrale nel tessuto economico, tant'è che il loro eventuale stato di dissesto non può essere ignorato dai governi. Così, crisi bancarie e crisi del debito pubblico risultano correlate, anche se la direzione di causalità non è sempre la stessa. Si pensi al caso irlandese dove la crisi delle banche ha trascinato con sé quella del debito pubblico, o a quello greco in cui il nesso di causalità è andato nella direzione opposta. La maggiore presenza di titoli pubblici nei bilanci bancari nei momenti di crisi del debito rende tuttavia gli istituti di credito ancora più sensibili al rischio sovrano. Questa maggiore debolezza dei sistemi bancari a sua volta indebolisce le finanze pubbliche, data la necessità/pressione a salvare almeno le banche che presentano rischi sistemici (*bail-out*).

In questo contesto è naturale che, ove si voglia mutualizzare a livello europeo parte dell'attivo bancario attraverso un'assicurazione sui depositi, i

paesi con finanze pubbliche più solide preferiscano isolare il più possibile i sistemi bancari dei diversi paesi dalle sorti loro debito sovrano.

Due proposte sono oggi sul tappeto in Europa per affrontare questo problema e proseguire sulla strada dell'Unione Bancaria. La prima prevede che i titoli pubblici, al pari degli altri attivi, vengano ponderati in base ai *rating*, quindi alle probabilità di default (PD), al fine di porre un costo all'acquisto di titoli pubblici dei paesi più rischiosi. Ciò significherebbe che il debito di paesi come Germania, Francia e Olanda continuerebbero a godere di un coefficiente di ponderazione pari allo 0%, l'Italia e la Spagna passerebbero al 50%, mentre i titoli portoghesi si attesterebbe al 100%. Una proposta particolarmente penalizzata per le banche dei paesi deboli dell'Europa, le quali, in base ai dati EBA del 2015 (gli ultimi disponibili a livello disaggregato), vedrebbero ridotto il loro *Tier 1 ratio* (patrimonio di qualità primaria) di oltre l'1% (TAB. 2).

TAB. 2 - Impatto in termini di assorbimenti di capitale di una ponderazione delle esposizioni sovrane in base ai rating
(dati 2015 – campione EBA)

Paese	<i>Tier 1 ratio</i> di partenza	<i>Tier 1 ratio</i> con rating sovrani	Δ <i>Tier 1 ratio</i>
Banche Austria	12,09%	11,99%	0,10%
Banche Francia	13,86%	13,81%	0,5%
Banche Germania	15,58%	15,44%	0,14%
Banche Italia	12,46%	11,11%	1,35%
Banche Olanda	15,91%	15,91%	0,0%
Banche Portogallo	12,40%	11,53%	0,87%
Banche Spagna	12,12%	10,28%	1,84%

La seconda proposta prevede di applicare ai titoli pubblici un limite di concentrazione proporzionale al capitale versato. Oggi, per gli impieghi privati, tale limite sui grandi debitori è pari al 25% del capitale. Tuttavia, nel caso di titoli sovrani, si potrebbero applicare percentuali più alte, quali il 50% o 100%. Sempre utilizzando i dati EBA del 2015 si osserva come, ove il limite di concentrazione fosse pari al 100% del capitale, le banche portoghesi dovrebbero liquidare circa 7 miliardi di titoli pubblici, quelle italiane 63, mentre quelle francesi e tedesche rispettivamente 75 e 114 miliardi.⁸ Cifre non enormi se paragonate allo stock di debito pubblico (meno del 4% per l'Italia), specialmente se la tempistica per il raggiungimento di tale obiettivo venisse estesa a più anni. Se poi consideriamo che negli ultimi anni l'esposizione verso il rischio sovrano, nei paesi più deboli dell'Unione, ha conosciuto un'importante caduta, mentre la dotazione di capitale delle banche è destinata ad aumentare in tutti i paesi, il raggiungimento di un vincolo di concentrazione non troppo stringente sarebbe facilmente conseguibile, e forse auspicabile, al fine di tutelare il sistema bancario (TAB. 3).

Una misura più recente dell'esposizione di titoli pubblici italiani e del Tier 1 delle principali banche italiane la si ricava dalla TAB. 4. Da essa si evince che solo UniCredit ha un'esposizione al rischio sovrano italiano superiore al capitale regolamentare di miglior qualità. Pertanto se l'esposizione consentita non si discostasse troppo da quel parametro, la riduzione del portafoglio titoli risulterebbe del tutto gestibile in un arco di tempo ragionevole.

4. Conclusioni

Il completamento dell'Unione bancaria richiede la realizzazione del terzo pilastro del progetto originario: la assicurazione europea dei depositi. Questa parte del progetto è rimasta bloccata per il timore che essa possa comportare una condivisione dei rischi che finisca per imporre costi elevati ai paesi finanziariamente più forti, in primo luogo la Germania. Tuttavia, le evidenze empiriche riportate in questo capitolo mostrano che i timori, legati ai sussidi incrociati tra un paese e l'altro della zona euro, sembrano eccessivi: il risk-sharing può essere bilanciato con premi di assicurazione calcolati sulla base del rischio di ciascuna banca relativamente alle altre della zona euro. Perciò pensiamo che si debba riprendere la proposta della Commissione UE del 2015, che prevede il raggiungimento di una vera e propria assicurazione europea. Al contrario, la Comunicazione del 2017 sembra avallare l'opzione più debole tra tutte quelle sul tappeto, ovvero un sistema di prestiti reciproci da attivare una volta esaurite le risorse nazionali.

La mancata realizzazione della assicurazione comune rappresenta un elemento di vulnerabilità della zona euro rispetto a eventuali shock finanziari di dimensioni importanti, che si aggiunge alla mancanza di un *fiscal back-stop* comune per il fondo di risoluzione europeo. Le resistenze rispetto alla sua introduzione possono forse essere superate se si prosegue nella direzione, già intrapresa, di ridurre i rischi presenti nei sistemi bancari. Il nostro paese ha fatto importanti progressi, di recente, su due fronti: quello dei prestiti deteriorati e quello dei titoli pubblici nei portafogli bancari. Sul primo fronte, anche sotto la pressione dei regolatori, abbiamo assistito nell'ultimo biennio alla nascita di un mercato delle sofferenze bancarie, che ha consentito di ridurre notevolmente lo stock di NPL lordi presenti nei bilanci bancari; lo stock netto si è ridotto in misura anche maggiore, grazie al crescente grado di copertura.

⁸ Questi dati vanno presi con cautela, poiché il campione EBA comprende solo un sottoinsieme delle banche significative.



TAB. 3 - Impatto in termini di eccesso di esposizione al rischio sovrano dovute all'imposizione di un limite di concentrazione
(milioni di euro - dati 2015 – campione EBA)

Paese	Esposizioni Domestica	Tier 1	Esp/ Tier 1	Esp. in eccesso 100%T1	Esp.in eccesso 75%T1	Esp. in eccesso 25%T1
Banche Austria	21.607	29.071	74%	-	-	14.339
Banche Francia	374.327	299.289	125%	75.038	149.860	299.505
Banche Germania	308.094	193.999	159%	114.095	162.595	259.594
Banche Italia	168.396	104.753	161%	63.643	89.831	142.208
Banche Olanda	87.885	106.018	83%	-	8.372	61.381
Banche Spagna	130.378	132.224	99%	-	31.210	97.322
Banche Portogallo	28.097	21.087	133%	7.010	12.282	22.825

TAB. 4 - Impatto in termini di eccesso di esposizione al rischio sovrano dovute all'imposizione di un limite di concentrazione
(milioni di euro)

Banche italiane	Esposizione. domestica	Tier 1	Esp. in eccesso 100%T1	Esp. in eccesso 75 %T1	Esp. in eccesso 50 %T1	Esp. in eccesso 25 %T1
Intesa Sanpaolo Spa	38712	43084	-4372	6399	17170	27941
Mediobanca	5813	7017	-1204	550	2304	4058
UniCredit Spa	61761	50462	11299	23914	36530	49145

Sul secondo fronte, il portafoglio di titoli pubblici domestici detenuti dalle banche italiane si è ridotto di circa un quarto nell'ultimo biennio. Tuttavia la concentrazione del rischio, dovuta all'esposizione al rischio sovrano, rimane ancora doppia in Italia rispetto alla media europea. Sotto questo profilo, il nostro paese dovrebbe essere disponibile a fare qualche concessione nella trattativa con gli altri partner europei, per ottenere avanzamenti sul completamento dell'Unione bancaria. Riteniamo che l'imposizione di limiti

alla concentrazione del rischio, se opportunamente calibrati, potrebbe essere gestibile. Essi sarebbero comunque meno distorsivi della introduzione di pesi al rischio da applicare ai titoli pubblici nel calcolo dei requisiti patrimoniali.



2. VERSO UN NUOVO ASSETTO DELLA POLITICA FISCALE NELL'EUROZONA[♦]

Introduzione

Attualmente la politica fiscale nella zona euro (EZ) è caratterizzata da un'architettura barocca (ossia inutilmente ed eccessivamente complessa), inefficiente ed inefficace. Ogni paese membro mantiene ufficialmente la sovranità fiscale (mentre ha rinunciato alla sovranità monetaria), soggetta però ai vincoli delle regole fiscali (in primis il Patto di Stabilità e Crescita) comuni a tutta l'EZ. Le regole rispondono essenzialmente, fin dalla costituzione dell'EZ, all'obiettivo di ridurre il *deficit bias* ossia la tendenza "naturale" dei governi nazionali a creare deficit di bilancio.¹ In una unione monetaria, poi, la politica fiscale nazionale crea esternalità (*spillover*). In condizioni "normali" una politica fiscale lassista condotta in un solo paese si ripercuote in un aumento del livello medio dei tassi di interesse corrisposti sui titoli di stato dei paesi membri dell'unione monetaria. Le esternalità si verificano inoltre in modo eclatante nel caso di una crisi da debito sovrano con conseguente *default* del paese. Il rischio di uscita dall'unione monetaria crea fortissime pressioni verso il *bail out*, come il caso greco ha ampiamente dimostrato.

In realtà la politica fiscale generalmente crea squilibri di finanza pubblica (deficit e debito) in quanto strumento per il perseguimento della

piena occupazione (ossia per la stabilizzazione macroeconomica).

Questa semplice verità è all'origine del *trade off* – ossia del dilemma di politica economica – tra gli obiettivi della stabilizzazione macroeconomica e dell'equilibrio di finanza pubblica che il policy maker fronteggia nel disegno e nella gestione della politica fiscale. Nel dibattito sulla politica fiscale, si confrontano quindi due approcci, che riflettono sensibilità diverse (ossia preferenze per un obiettivo o per l'altro) e diverse convinzioni (relativamente all'efficacia della politica fiscale nel riassorbire la disoccupazione).

Coloro che si preoccupano prevalentemente della disoccupazione e ritengono che vi si possa far fronte utilizzando le leve fiscali (maggiori spese, taglio delle tasse) mettono maggiore enfasi sul primo obiettivo, generalmente in caso di recessione e al fine di mitigarne l'impatto sulla disoccupazione.

Coloro che invece sono scettici sulla efficacia degli strumenti fiscali per il raggiungimento della piena occupazione, mettono maggiore enfasi sul secondo obiettivo, al fine di evitare l'emergere di una crisi della finanza pubblica.

Ciò è vero sia a livello di singolo Stato, che a livello di EZ. La partecipazione di uno stato ad un'unione monetaria crea *esternalità (spillover)* per l'EZ della politica fiscale nazionale sugli altri stati membri. In condizioni "normali", lo *spillover* principale della politica fiscale espansiva in un paese membro sul resto dell'EZ avviene prevalentemente attraverso l'impatto di quella politica sui tassi di interesse dell'EZ. La crisi del debito sovrano cominciata nel 2010 ha mostrato un secondo e più importante tipo di esternalità, che si manifesta in tempi "anomali" – ossia, per l'appunto, tempi di crisi del debito sovrano: il contagio dovuto alla fuga dei capitali

[♦] a cura di Domenico Delli Gatti

¹ La nozione stessa di *deficit bias* denota negativamente la politica fiscale. Ecco la definizione di *deficit bias* tratta da un manuale universitario di storia e teoria dell'integrazione europea: "*disquieting tendency or governments to run budget deficits for no other reason than political expediency.*" (Baldwin e Wiplosz, 2015, p. 426).



innescata da un improvviso acuirsi del rischio di *default* sovrano.

L'architettura "fiscale" dell'EZ è stata ampliata e modificata – qualcuno ritiene sia stata solo rabberciata – per tener conto dell'eventualità di crisi del debito sovrano e per arginare il contagio. La principale innovazione è la costituzione dell'ESM e la definizione delle regole per il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà.

In questo capitolo esploriamo i temi relativi alla riforma del disegno della politica fiscale presenti nel dibattito pubblico sulla riforma dell'EZ² confrontando due approcci, che sono presenti all'interno di un recente documento redatto da un nutrito gruppo di economisti francesi e tedeschi.

1. Stabilizzazione macroeconomica e *risk sharing*

L'approccio "francese" o visione della stabilizzazione macroeconomica sottolinea il primo obiettivo della politica fiscale, ossia il perseguimento della piena occupazione. In presenza di una recessione, la politica fiscale è uno strumento di gestione della domanda aggregata per riassorbire la disoccupazione, secondo l'impostazione ben nota di matrice keynesiana. Si tratta di uno strumento efficace. Inoltre la politica fiscale è l'unico strumento rimasto ai governi nazionali dal momento che la politica monetaria è stata delegata alla BCE e non può essere utilizzata ai fini del perseguimento della piena occupazione per il singolo Stato membro.

² Non ci occuperemo specificamente delle innovazioni in tema di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale (ad esempio non ci occuperemo di OMT) né discuteremo di unione bancaria in dettaglio (su tale problema si rinvia al Cap.1).

La caratteristica precipua di quest'approccio è la discrezionalità. Essa può essere completa o in qualche modo mitigata da una *regola di politica fiscale* che lega la manovra degli strumenti di politica fiscale (spesa pubblica, pressione tributaria) a indicatori macroeconomici: ad esempio la spesa pubblica potrebbe aumentare con una data elasticità a fronte di una diminuzione dell'output gap. Si tratta di una regola *con feedback* – che va dalla variazione della condizione macroeconomica catturata dall'andamento dell'output gap alla variazione dello strumento di politica fiscale, ossia la spesa pubblica – concettualmente simile alla regola di Taylor, largamente applicata nell'analisi delle decisioni delle banche centrali.

Secondo questo approccio, l'appartenenza all'EZ dovrebbe accrescere e non ridurre la *capacità fiscale (fiscal capacity)* del singolo stato membro, posto che siano messi in opera appropriati meccanismi di condivisione dei costi e dei rischi della politica fiscale. Nel gergo utilizzato in questo dibattito si tratta di una forma di *risk sharing*: l'appartenenza all'EZ dovrebbe consentire al singolo stato di affrontare meglio – col "supporto" (almeno) indiretto degli altri Stati membri – il problema della disoccupazione nazionale. In altri termini, l'appartenenza all'EZ dovrebbe funzionare da *assicurazione collettiva* contro la disoccupazione.

In presenza di un problema di disoccupazione diffuso all'intera EZ (come effetto, ad esempio, di uno shock macroeconomico negativo simmetrico o globale) si potrebbe e dovrebbe, secondo l'approccio del *risk sharing*, generare una *politica fiscale comune (global o aggregate fiscal stance)*.

Se il problema della disoccupazione fosse localizzato solo in una parte dell'EZ – come effetto, ad esempio, di uno shock negativo



asimmetrico che colpisce uno specifico Stato³ – si potrebbe e dovrebbe ammettere, secondo l’approccio del *risk sharing*, un trasferimento di risorse dal resto dell’EZ allo Stato colpito (un aspetto di unione dei trasferimenti che tratteremo meglio tra breve). Il *risk sharing* fiscale, in entrambi i casi, potrebbe essere condotto attraverso un ampliamento adeguato e un’implementazione sufficientemente articolata di un bilancio comune dell’EZ. Dal punto di vista della *governance* dell’EZ, ciò potrebbe avvenire mediante l’istituzione di un Ministero delle Finanze dell’EZ.

Sia l’idea del ruolo rafforzato del bilancio europeo, che quella del ministro unico delle finanze sono state proposte con forza già nel 2017 dal presidente francese Macron.⁴ In alternativa, si potrebbe pensare a un *fondo di stabilizzazione macroeconomica* che convogli risorse finanziarie raccolte a livello nazionale in un organismo che gestisca la politica fiscale comune.

2. Sostenibilità fiscale e *risk reduction*

L’approccio “tedesco” o visione della sostenibilità fiscale sottolinea il secondo obiettivo. Chi adotta questo approccio nutre una sostanziale diffidenza per la politica fiscale espansiva, che è considerata inefficace nel combattere la disoccupazione. Si tratta di una visione essenzialmente anti-keynesiana, che interpreta la politica fiscale come un meccanismo sfruttato dai politici per massimizzare la probabilità di rielezione attraverso la gestione (clientelare) della spesa pubblica. Pertanto, la gestione della politica fiscale genera “naturalmente” deficit (*deficit*

bias). In un’unione monetaria come l’EZ, inoltre, la politica fiscale espansiva rischia di “azzoppare” la politica monetaria. Infatti l’espansione fiscale in un paese, se crea una crisi del debito sovrano, può indurre la banca centrale dell’unione monetaria a stampare moneta anche se questa manovra fosse macroeconomicamente inappropriata (se fosse cioè pro-ciclica).

Secondo l’approccio della sostenibilità fiscale, occorre pertanto imbrigliare la politica fiscale introducendo forme di *disciplina di mercato* al fine di ridurre il rischio del *default* sovrano. Nel gergo utilizzato in questo dibattito si tratta di implementare un assetto della politica fiscale che comporti *risk reduction*.

La caratteristica precipua di quest’approccio è il ricorso a *regole fiscali* che costringano gli stati membri alla prudenza e alla disciplina fiscali, quali, ad esempio, il Patto di Stabilità e Crescita e il Fiscal Compact⁵.

Fino ad oggi, si può ragionevolmente sostenere che l’approccio della sostenibilità abbia prevalso⁶, parallelamente alla *German dominance* – sia detto senza intento polemico – che ha contraddistinto di fatto la *governance* dell’EZ⁷.

⁵ La ratio di queste regole di disciplina fiscale è molto diversa da quella delle regole di Taylor fiscali discusse precedentemente. Queste ultime esprimono l’esigenza di regolare la reazione della politica fiscale in funzione dei cambiamenti dello scenario macroeconomico e sono quindi pienamente in linea con una visione positiva della politica fiscale come strumento di stabilizzazione macroeconomica.

⁶ Il rapporto Delors del 1989, prefigurando le caratteristiche dell’unione monetaria europea, spezzava una lancia in favore del *coordinamento delle politiche fiscali nazionali* (in assenza di un budget centralizzato) e di limiti stringenti sui deficit di bilancio dei paesi membri dell’EZ. Il Trattato di Maastricht, però, incorporò solo il secondo criterio, che venne poi rafforzato con il PSC adottato con il Trattato di Amsterdam.

⁷ L’intesa franco tedesca di Deauville tra Merkel e Sarkozy del 2010 ha plasticamente dimostrato la prevalenza dell’approccio tedesco, successivamente

³ Per una valutazione della rilevanza degli shock asimmetrici in EZ si rinvia al Cap.3.

⁴ Si veda il discorso alla Sorbona del presidente Macron del 26 settembre 2017.



Le lezioni che la crisi del debito sovrano ha dolorosamente impartito e l'ascesa del populismo e del sentimento sovranista e anti-europeo hanno imposto all'attenzione delle attuali leadership europee un ripensamento e una spinta alla riforma dell'EZ (anche) in questo campo, di cui si è fatto promotore in particolare il presidente francese Macron. La cancelliera tedesca Merkel sembra condividere almeno lo spirito riformatore, anche se trovare un terreno comune di intesa non sembra facile. Anche l'asse franco-tedesco, che ha retto le sorti dell'integrazione europea per 60 anni, sembra inceppato.

3. E' possibile uscire dal dilemma? Il manifesto degli economisti francesi e tedeschi

Un recente documento firmato da 14 economisti francesi e tedeschi dal titolo "*Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to Euro Area reform*" (Bénassy-Quéré et al. 2018) presenta una visione coerente e un progetto di riforma dell'EZ che mira a conciliare i due approcci, partendo dal presupposto che entrambi hanno ragion d'essere e poggiano su una solida base empirica⁸. Lo prendiamo come punto di riferimento per la discussione delle numerose proposte presenti nel dibattito. Discutiamo prima dei *principi* che stanno alla

rafforzato dall'adozione del Fiscal Compact – che ha reso ancora più stringenti le precedenti regole di disciplina fiscale.

⁸ Il corposo documento espande ed elabora su temi già presenti in una lettera aperta di 15 economisti francesi e tedeschi (sostanzialmente gli stessi del documento che ci accingiamo ad analizzare qui) pubblicata a fine settembre 2017 – in concomitanza col discorso di Macron alla Sorbona citato precedentemente – su Le Monde e sulla Frankfurter Allgemeine Zeitung.

base delle proposte di politica fiscale del manifesto⁹.

3.1 *Transfer union? Vade retro...*

Il manifesto esclude fin dall'inizio la discussione di un bilancio unico europeo. La ragione è che in tutti questi casi si creerebbero i presupposti di un trasferimento permanente di risorse tra paesi sicché si manifesterebbe un problema di *moral hazard* e i governi nazionali avrebbero un incentivo al *free riding*: "A euro-area federal budget with public investment responsibilities but without effective control of national-level spending would be an invitation for national authorities to free ride, either by neglecting their own spending responsibilities or by running up large debts, in the hope that the federal level will bail them out." (Bénassy-Quéré et al. 2018, p.3, enfasi nel testo originale).

Gli estensori del manifesto sono in definitiva contrari ad ogni passo che possa anche solo parzialmente e indirettamente configurare una *unione (monetaria) con trasferimenti (transfer union)*, ossia un assetto di politica fiscale caratterizzato da un budget federale e trasferimenti automatici ai paesi membri.

Consideriamo il caso di una unione monetaria tra Italia e Germania. Supponiamo che entrambi i paesi si trovino inizialmente in piena occupazione e in assenza di inflazione. Supponiamo ora che uno *shock asimmetrico* colpisca negativamente la Germania e positivamente l'Italia (ad esempio per effetto di un cambiamento delle preferenze dei consumatori europei in favore del consumo di beni italiani e contro il consumo di beni tedeschi). Ciò comporterebbe un improvviso

⁹ Il manifesto ha una lunga trattazione di proposte di riforma del sistema finanziario. Non ne tratteremo, se non nella misura in cui queste proposte interagiscono con quelle di politica fiscale.



aumento delle esportazioni italiane e diminuzione delle esportazioni tedesche. Ne seguirebbe recessione con deflazione in Germania; sovraoccupazione con inflazione in Italia.

In una *transfer union*, il bilancio e la politica fiscale sono centralizzati ossia (i) le imposte sono raccolte a livello locale ma il gettito viene utilizzato dal ministro delle finanze dell'unione (diciamo, per estensione, il ministro delle finanze dell'EZ) a livello e con un'ottica sovranazionale e (ii) i sussidi di disoccupazione sono erogati dal ministro delle finanze dell'EZ, sempre con un'ottica sovra-nazionale. Per effetto dello shock, il gettito delle imposte raccolto in Germania si riduce e aumenta l'erogazione di sussidi di disoccupazione ai disoccupati tedeschi. In Italia, invece aumenta il gettito tributario. Quindi in buona sostanza il ministro delle finanze dell'EZ "redistribuisce risorse" – ossia implementa un trasferimento – dall'Italia (ossia dal paese beneficiato dallo shock asimmetrico) alla Germania (il paese colpito dallo shock). Questo trasferimento avviene *automaticamente* a carico del budget centralizzato. Esso allevia il problema della disoccupazione in Germania e quello dell'inflazione in Italia.¹⁰

¹⁰ In linea di principio, shock asimmetrici colpiscono i paesi membri in modo diverso in tempi diversi. Pertanto uno shock negativo potrebbe colpire l'Italia e beneficiare la Germania in futuro. Ne conseguirebbe un trasferimento automatico – a carico del bilancio centrale – dalla Germania all'Italia. Ne discende che, considerando un arco temporale multi-periodale, un trasferimento da un paese all'altro (nel nostro esempio da Italia a Germania) finisca per essere compensato da un trasferimento in direzione opposta. Grazie a questa ipotesi, quindi, il trasferimento di fatto sarebbe solo temporaneo. Un trasferimento permanente crea un problema di medio-lungo periodo perché impedisce l'aggiustamento reale che, in un'area valutaria ottimale, avviene mediante

Dal punto di vista teorico, un'area valutaria (ossia un'unione monetaria) è ottimale proprio se è una unione con trasferimenti, ossia se i paesi partecipanti sono disposti a erogare trasferimenti automatici in presenza di uno shock asimmetrico (Kenen, 1969). In linea di principio, una *transfer union* è l'esito necessario (e secondo noi auspicabile) dell'unificazione politica. Capiamo la difficoltà e forse l'impossibilità, nelle condizioni date, di raggiungere e forse anche solo di perseguire l'obiettivo di una *transfer union*, ma a noi sembra che questo sia in definitivo un passo necessario verso l'unione politica. Secondo il criterio di ottimalità dell'area valutaria di Kenen, quindi, è desiderabile centralizzare un'ampia parte del budget di un'unione monetaria. Se tale centralizzazione si rivelasse impossibile o molto difficile da realizzare, la politica fiscale nazionale dovrebbe essere utilizzata in modo flessibile. Il rapporto MacDougall (1977) aveva proposto uno schema di trasferimenti automatici tra paesi membri dell'eventuale unione monetaria. Questo suggerimento però è rimasto lettera morta.

In assenza di un'unione con trasferimenti, ossia con un bilancio non centralizzato (e in assenza di un ministro delle finanze europeo), lo shock asimmetrico genererebbe non solo una recessione ma anche un deficit del settore pubblico in Germania mentre in Italia si avrebbe non solo sovraoccupazione ma anche un surplus di bilancio. Lo stock di titoli del debito pubblico tedesco aumenterebbe e questi verrebbero presumibilmente comprati dalle famiglie italiane. Il governo tedesco si indebiterebbe sull'estero. Si genererebbe, in un certo senso, di nuovo un trasferimento di risorse ma questa

flessibilità di salari e prezzi e/o mobilità del fattore di produzione lavoro.



volta reversibile. I titoli emessi dal governo tedesco e venduti agli investitori italiani al tempo t dovrebbero essere rimborsati (salvo *default* tedesco) al tempo $t+1$. Le risorse (risparmio) trasferite dall'Italia alla Germania in t verrebbero quindi restituite dalle generazioni future tedesche ai detentori italiani di titoli tedeschi. In definitiva i sussidi per i disoccupati tedeschi in t verrebbero pagati (indirettamente) dai tedeschi della generazione $t+1$. Inoltre la capacità fiscale del governo tedesco verrebbe condizionata e limitata dal debito estero.

Secondo Piketty (2018), “il fantasma dell’ ‘unione dei trasferimenti’ (*Transferunion* in tedesco corretto) blocca oggi qualsiasi riflessione.” Forse il giudizio è un po’ troppo *tranchant* ma è certamente vero che il dibattito pubblico è monco per via di questo *taboo*.

3.2 Risk sharing

Esclusa l’opzione nucleare della *transfer union* in senso ampio il manifesto propone una forma di *risk sharing* che consiste sostanzialmente nella costituzione di un meccanismo per la determinazione di una *European fiscal capacity*, ossia di un fondo che potrebbe mettere in atto trasferimenti temporanei dall’EZ ad un paese in recessione per effetto di uno shock asimmetrico.

Rientra in senso lato nel *risk sharing* anche la gestione dell’assistenza finanziaria a un paese sull’orlo dell’impossibilità ad accedere ai mercati finanziari. Gli estensori del manifesto ritengono che, in questo caso, EZ dovrebbe offrire assistenza finanziaria *ex ante*, ossia prima che la crisi del debito sovrano diventi conclamata e quindi prima che il paese dichiari ufficialmente *default*, piuttosto che *ex post* (come nell’assetto attuale con l’assistenza gestita da ESM) a condizione che il paese in questione adotti *good policies*.

La manifestazione della difficoltà di accesso ai mercati finanziari dovrebbe essere associata ad *eventi esogeni* che non possono essere manipolati o generati dai governi (al fine di ottenere il supporto). Infine il paese in difficoltà che richiede assistenza finanziaria deve avere *skin in the game* ossia contribuire allo sforzo di risoluzione della crisi con risorse proprie. Ciò significa che il paese deve procedere a un *co-pagamento* e subire una prima perdita in caso di *default*.

In verità solo la proposta di assistenza finanziaria *ex ante* ha a che fare col *risk sharing*. Le proposte complementari relative alla manifestazione della difficoltà di accesso ai mercati finanziari e al *co-pagamento* sembrano svolgere un compito eminentemente precauzionale (più da *risk reduction* che da *risk sharing*). Inoltre la proposta di assistenza finanziaria *ex ante* si distingue dall’assetto attuale solo per l’anticipazione della richiesta e dell’erogazione dell’assistenza finanziaria.

3.3 Ristrutturare (il debito) non sarebbe un dramma...se le banche non fossero troppo esposte al debito pubblico

Per gli estensori del manifesto, la *transfer union* è un *taboo* ma la ristrutturazione del debito non è un dramma, soprattutto se avviene ad uno stadio ancora precoce della crisi del debito sovrano. In un certo senso si riscopre lo “spirito di Deauville” (ottobre 2010), quando Merkel e Sarkozy espressero l’intenzione di arrivare a un sistema di ristrutturazione del debito sovrano – pudicamente camuffato da coinvolgimento del settore privato nella risoluzione di una crisi da debito sovrano.

Una ristrutturazione anticipata del debito consentirebbe infatti di evitare il *bail out* del paese, che viene sempre visto negativamente perché richiede trasferimento di risorse dall’EZ



al paese in crisi. Il manifesto infatti punta a rendere molto più efficace la clausola di *no bail-out* del Trattato di Maastricht clamorosamente violata nel corso della crisi del debito sovrano.

Per rendere meno dolorosa la ristrutturazione, occorrerebbe avviarla in un contesto nel quale l'esposizione dei sistemi bancari nazionali ai propri Governi è limitata. E' ben noto infatti che le banche dei singoli paesi, quando investono in titoli di Stato, hanno un marcato *home market bias* ossia preferenza per i titoli emessi dal governo del paese in cui risiedono (ciò è particolarmente vero per le banche italiane). Alleggerire l'esposizione delle banche al rischio di *default* dei propri paesi limitandone l'ammontare di titoli di Stato nazionali in portafoglio consentirebbe di spezzare il circolo vizioso (*doom loop*) che fa di una crisi del debito sovrano una crisi bancaria: quando i titoli del debito pubblico si deprezzano per effetto della crisi, il valore di mercato degli *asset* in portafoglio alle banche si riduce e induce una perdita che le banche affrontano generalmente riducendo l'esposizione al debito privato ossia rientrando dei crediti esistenti e riducendo l'ammontare di nuovi prestiti.

Il ragionamento nel manifesto è coerente: per evitare il *bail out* a carico del resto dell'EZ, occorre costringere il paese in difficoltà a ristrutturare il debito pubblico alle prime avvisaglie della crisi. Ne sono coinvolti, ovviamente, i detentori di titoli pubblici del paese in difficoltà, tra i quali le banche. Se le banche sono troppo esposte al rischio sovrano del proprio paese, si crea un circolo vizioso che trasforma una crisi del debito sovrano in una crisi bancaria e – attraverso la stretta creditizia – in una recessione (e in un'impennata dei crediti deteriorati). Per evitare il circolo vizioso, costringiamo le banche a disfarsi dei titoli pubblici in portafoglio.

A nostro avviso gli estensori del manifesto sottovalutano i “costi” della ristrutturazione – anche solo ...ventilata. La *financial disruption* si manifesta in primo luogo con la vendita massiccia e improvvisa di titoli di stato. Quando la ristrutturazione viene eseguita, ci sono costi del *bail-in* a carico dei privati (ma questi sono in un certo senso ovvi) e soprattutto ci sono gli effetti dirompenti sul mercato dei titoli di un riaggiustamento forzato dei portafogli bancari: contrariamente a quel che il manifesto vuol far credere, la ristrutturazione del debito è “dolorosa” e tra i costi ci metteremmo anche la rivolta populista contro la “finanza selvaggia” che si è diffusa nei paesi del Sud Europa.

4. Le proposte di riforma della politica fiscale

Dopo aver esaminato i principi veniamo alle proposte vere e proprie. Le proposte di riforma della politica fiscale avanzate nel manifesto si dividono in due tipi di proposte:

- *discipline improving*, che intendono rendere più efficace la *risk reduction*;
- *stabilization improving*, che hanno a che fare con il *risk sharing*.

4.1 Una nuova regola fiscale basata su un obiettivo di spesa pubblica legato al debito

Cominciamo con le proposte *discipline improving*. Le regole fiscali attuali come il Patto di Stabilità e Crescita e il Fiscal Compact sono l'espressione più compiuta dell'approccio della sostenibilità (o tedesco). Il manifesto esprime critiche severe a queste regole: esse sono troppo complicate, spesso pro-cicliche (in quanto tali, esse ostacolano, invece di favorire, la stabilizzazione macroeconomica) o tutt'al più inefficaci. Secondo gli estensori del manifesto, la ragione essenziale per questo fallimento delle regole fiscali attuali, sta nel fatto che si tratta di



regole che fissano un obiettivo in termini di *deficit* pubblico. Questo tipo di regole è inerentemente pro-ciclico.

Durante un'espansione, che – per effetto degli stabilizzatori automatici – genera un aumento spontaneo del gettito tributario e una riduzione delle spese per trasferimenti (sussidi di disoccupazione), la regola di *deficit target* induce a spendere di più e ridurre la pressione tributaria. In una recessione succede il contrario: il deficit si amplia spontaneamente di modo che la regola di deficit target costringe il governo a ridurre le spese e aumentare le tasse, imponendo una correzione fiscale a una economia già in recessione.

Si può ovviare alla pro-ciclicità delle regole di *deficit target* introducendo la correzione del deficit per il ciclo. Se ci si trova in una recessione e il deficit tende a salire spontaneamente, la correzione per il ciclo dovrebbe segnalare che il deficit “vero” – ossia quello sottostante, basato sul PIL potenziale – non è cambiato e rendere quindi non necessaria la correzione fiscale.

Ma il computo del deficit strutturale è molto controverso – come riconosce il manifesto – sostanzialmente perché sono molteplici e discutibili le procedure per il calcolo del reddito potenziale¹¹. Inoltre i meccanismi sanzionatori sono inefficaci. Le sanzioni non vengono quasi mai comminate e sono tutto sommato di ammontare modesto. Di fatto la Commissione Europea esercita principalmente un ruolo di *moral suasion* in direzione della prudenza fiscale.

D'altro canto, sostengono gli estensori del manifesto, le regole fiscali sono necessarie, soprattutto in un'unione monetaria per le solite ragioni che hanno a che vedere con il *moral*

hazard e gli *spillover* della politica fiscale nazionale sui paesi partecipanti all'unione monetaria stessa.

Quali regole fiscali dunque? Il manifesto propone una regola fiscale che fissa un *obiettivo* in termini di *spesa pubblica*, a sua volta legato al debito (in rapporto al PIL). Tralasciamo i dettagli per cogliere la filosofia di fondo della proposta: si tratta di fissare il tasso di crescita della spesa pubblica (nominale) legandola allo stato del rapporto debito/PIL. Paesi più indebitati dovrebbero quindi fissare un tasso di crescita della spesa minore.

Con una regola basata sulla spesa invece che sul deficit, si eliminerebbe innanzitutto la pro-ciclicità. Durante un'espansione ciclica, che – per effetto degli stabilizzatori automatici – genera un aumento automatico del gettito tributario, la regola di spesa induce una diminuzione del deficit. In una recessione succede il contrario: data la spesa, la riduzione del gettito creerebbe più deficit. Il deficit tornerebbe ad essere anticiclico.

4.2 Violazioni della regola e ristrutturazione

Il punto interessante, nuovo e discutibile, è la parte sanzionatoria della regola. Se un paese eroga spesa pubblica in eccesso rispetto alla regola, il manifesto propone di considerare obbligatorio il finanziamento di tutta la spesa in eccesso con titoli di Stato *junior*, che sarebbero i primi ad essere sacrificati in caso di ristrutturazione del debito.

Il manifesto propone di condizionare l'assistenza finanziaria dell'ESM a un paese in difficoltà alla ristrutturazione del suo debito. Lo spirito del manifesto quindi è di proteggere i contribuenti dei paesi soccorrenti dal rischio di sborsare risorse per pacchetti di aiuto ai paesi soccorsi. Se ci fosse una ristrutturazione, invece, la prima tranche di debito che non verrebbe

¹¹ Sulle difficoltà a calcolare l'output gap e sulle sue implicazioni si rinvia al Cap.3



onorata sarebbe proprio quella dei *junior bonds*: verrebbero protetti invece i detentori di titoli di Stato *non junior*, emessi cioè prima della violazione della regola.

Ma, come già detto, la ristrutturazione, *ex ante* o *ex post*, è costosa e rischia di creare i presupposti per una crisi finanziaria vera e propria, che va oltre i confini del paese in difficoltà.

4.3. Stabilizzazione fiscale

Se ci fosse un rilevante shock negativo asimmetrico, il manifesto propone un fondo di *ri-assicurazione* che renda possibile un trasferimento temporaneo al paese colpito dallo shock per coprire parte della perdita dovuta allo shock stesso. La gestione di questi fondi potrebbe essere in capo all'ESM.

4.4. Limiti all'esposizione delle banche ai titoli di stato domestici

Il manifesto lancia l'idea di una misura di regolamentazione prudenziale intesa a "*prevent national governments from using 'their' domestic banking system for ... purposes of national economic policy (or financial repression).*" La misura consiste nell'introdurre una *sovereign concentration charge* che impone a una banca dell'EZ esposta verso un debitore sovrano per più di una certa soglia (ad esempio: più di un terzo del capitale proprio *tier-one*) di accrescere il proprio capitale. E' evidente che una misura di questo genere indurrebbe le banche in violazione a ridurre l'esposizione verso il debitore sovrano (il nuovo capitale essendo costoso). Ne discenderebbero effetti non propriamente positivi sia per il sistema bancario considerato, che per il suo stesso sovrano¹².

4.5 European Safe Bonds

In secondo luogo, secondo gli estensori del manifesto, per soddisfare le esigenze di sicurezza e di liquidità degli asset da considerare "sicuri" in portafoglio alle banche, occorrerebbe introdurre i cosiddetti *European Safe Bonds (ESBies)*. Gli ESBies sono *tranches* di titoli sintetici, ossia frutto di una cartolarizzazione, costruiti come segue. Un ente appositamente costituito, di natura pubblica (come l'ESM) o privata (ad esempio un "veicolo" speciale predisposto all'uopo dalle banche o le banche stesse), compra un portafoglio diversificato di titoli di Stato (esclusi i titoli *junior* di cui sopra) di diversi paesi dell'EZ e li usa come *collateral* per generare titoli sintetici, per l'appunto, da emettere in diverse *tranches*, caratterizzate da gradi diversi di seniority. Gli *European Senior o Safe Bonds (ESBies)* sono la tranche senior di questi titoli e dovrebbero essere equivalenti ad un titolo munito di tripla A. Gli ESBies sono pertanto i titoli sicuri per eccellenza. Questi sono i titoli *safe* di cui le banche hanno bisogno per soddisfare le esigenze di sicurezza e di liquidità. La tranche *junior* dei titoli sintetici (*European Junior Bonds*) avrebbe ovviamente un rischio maggiore.

"Dietro le quinte" di un titolo sintetico come quello descritto, c'è un portafoglio diversificato di titoli di Stato. Comprando ESBies quindi, una banca effettuerebbe *in primis* e *de facto* una diversificazione di portafoglio. Ciò è di per sé un processo virtuoso rispetto alla concentrazione del rischio sovrano su titoli di Stato nazionali dovuta alla *home market bias*.

Ma i vantaggi non si fermano qui. La cartolarizzazione consente di distinguere il titolo sintetico in diverse *tranches* con grado di rischio diverso. In un certo senso, ciò porterebbe alla luce il diverso grado di *safety* dei titoli pubblici,

¹² Sul tema si rinvia ai Capp. 1 e 4.



che prima della crisi del debito sovrano sembravano essere tutti sullo stesso piano.

Se fatta in parallelo alla introduzione del *sovereign concentration charge*, la proposta ha il vantaggio di generare domanda per i titoli di stato nazionali da parte delle banche che dovrebbero utilizzarli come collaterale (per la generazione degli ESB) in un momento in cui le banche con titoli pubblici nazionali “in eccesso” se ne disfano. Ciò mitigherebbe il crollo dei prezzi dei titoli di Stato.

5. Due riflessioni sulle proposte di riforma

Fin qui, in buona sostanza, il manifesto dei 14. Gli obiettivi di fondo e l’impianto concettuale sono largamente condivisibili (fatte salve le riserve espresse nella sezione 4) ma gli effetti (del combinato disposto) delle diverse proposte di riforma dipendono in modo cruciale dalla *sequenza* dei passi nell’implementazione e dalla *natura* e *durata* del processo di transizione, che sono ovviamente strettamente intrecciati. Ci concentreremo su due punti.

Consideriamo in primo luogo la proposta di regolamentazione prudenziale (*sovereign concentration charge*) intesa a indurre le banche a disfarsi di titoli del debito pubblico nazionale “in eccesso” per mitigare o eliminare l’*home market bias*.

In primo luogo vorremmo far notare che l’*home market bias* è fenomeno largamente diffuso nella costruzione dei portafogli finanziari (non soltanto degli intermediari) e che ha origini comportamentali non riconducibili necessariamente alla intenzionalità luciferina dei governi di imporre una qualche forma di sudditanza (*repressione finanziaria*) agli investitori. In particolare, per le banche, l’appetito per i *safe assets*, specialmente dopo l’emersione delle attività tossiche in portafoglio a seguito della crisi dei *subprime*, ha indotto a

comprare massicciamente titoli di stato (è comunque vero che i governi nazionali hanno abbondantemente approfittato di questa situazione).

Comunque l’applicazione drastica e immediata di una misura prudenziale come quella proposta nel manifesto, ad esempio alle banche italiane, farebbe riversare sul mercato dei titoli una massa tale di titoli da comportare un crollo dei prezzi e una impennata dei rendimenti. Si genererebbe pertanto esattamente il *doom loop* che si vorrebbe evitare – prima a danno del debitore sovrano e poi, indirettamente, a danno delle banche nella misura in cui detengono ancora titoli di stato in portafoglio.

Gli estensori del documento sembrano consapevoli di questo quando scrivono: “*Any change in the regulatory treatment of sovereign exposures carries the risk of changes in relative yields during the transition period in which banks realign their exposures... utmost care must be exercised to prevent financial disruptions during the transition period... one option would be to keep the calibration of the concentration charges relatively mild possibly combined with grandfathering ... and a very gradual phase in.*” (Bénassy-Quéré et al p. 7-8) Insomma... “Adelante, Pedro, si puedes. [...] Pedro, adelante con juicio.”

La diversificazione dovrebbe avvenire spontaneamente in un mercato diversificato nel quale le idiosincrasie nazionali dovute alla storia passata e all’uso di una *comfort zone* ben conosciuta si superano gradualmente. Se si vuole accelerare il processo, ben venga un *phase in* estremamente graduale. E in termini di sequenza, questa potrebbe ben avvenire in fondo alla strategia, non all’inizio.¹³

¹³ Inoltre è da considerare l’uso di alternative per raggiungere lo stesso risultato. Lorenzo Bini-Smaghi, ad esempio, considera più appropriato l’uso del SSM



In secondo luogo, la proposta di apparato sanzionatorio con il ricorso ad uno stadio ancora iniziale alla ristrutturazione del debito sovrano è discutibile. Ancora una volta, l'obiezione principale riguarda le “*unintended consequences*” della proposta. In particolare per effetto di una prevedibile eterogenesi dei fini, l'evaporazione dello stato di fiducia associata al peggioramento delle condizioni di finanza pubblica che accelererebbe la ristrutturazione e potrebbe far precipitare la crisi del debito. Al fine di prevenire la crisi, si finirebbe per accelerarne l'arrivo!

Riferimenti bibliografici

Baldwin, R. e Wyplosz, C. (2015), *The Economics of European Integration*, Londra, Mc Graw Hill.

Bénassy-Quéré, A. et al. (2018), *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: a Constructive Approach to Euro Area Reform*, CEPR Policy Insight No.91.

Brunnermeier, M. et al. (2016), *ESBies: Safety in Tranches*, European Systemic Risk Board Working Paper No. 21.

Kenen, P. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, in in Robert Mundell, R. e Swoboda, A. (a cura di), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.

Piketty, T. (2018), *The Transferunion fantasy*, Blog Thomas Piketty, 7 Giugno.

Rapporto Mac Dougall (1977), *Rapporto del Gruppo di Studio sul Ruolo della Finanza Pubblica nella Integrazione Europea*, Bruxelles, Comunità Europea.

Rapporto Delors (1989), *Rapporto sull'Unione Economica e Monetaria nella Comunità Europea*, Bruxelles, Comunità Europea.

(Pillar 2) per raggiungere lo stesso risultato. Anche in questo caso l'obiettivo è di non indurre *financial disruptions*. Meglio quindi puntare all'integrazione dei mercati finanziari realizzando la Capital Market Union.



3. SHOCK ASIMMETRICI E RIFORMA DELLE POLITICHE FISCALI NELL'EUROZONA[♦]

Introduzione

La nascita dell'Unione economica e monetaria europea e l'introduzione dell'euro hanno comportato una serie di costi e benefici per i paesi aderenti. I benefici sono molteplici e fanno riferimento alla rimozione delle barriere, fisiche e finanziarie, che tenderebbero a frenare il libero fluire di merci, persone e capitali. Si ritiene pertanto, come del resto è ampiamente confermato dalle statistiche ufficiali, che l'Unione monetaria abbia stimolato il commercio internazionale, incrementato il volume di investimenti diretti da e verso l'estero e, più in generale, favorito un clima di benefica competizione nei mercati reali e finanziari dei paesi membri. La politica monetaria condotta per tutta la UME dalla Banca Centrale Europea ha permesso di mantenere bassa e stabile l'inflazione anche in alcuni dei paesi membri dove, prima dell'avvento dell'euro, la dinamica dei prezzi era stata sostenuta e/o volatile.

Tuttavia, proprio l'esistenza di una banca centrale unica - e quindi di unica *stance* di politica monetaria - può creare dei problemi. Per definizione una politica monetaria unica non può adattarsi alle specifiche esigenze delle singole realtà "regionali". Abbandonare la possibilità di deprezzare o rivalutare il tasso di cambio significa quindi rinunciare ad un fondamentale meccanismo di riequilibrio, la cui importanza è tanto maggiore quanto maggiore è il grado di asimmetria degli shock che colpiscono le economie dei paesi membri. La letteratura economica propone diverse condizioni affinché un'area valutaria sia considerata ottimale. I paesi

membri devono sperimentare gli stessi shock, di modo che questi possano essere adeguatamente fronteggiati con una politica monetaria unica. In alternativa, qualora questa condizione non fosse verificata, tra i paesi dovrebbe esistere un'alta mobilità dei fattori produttivi tale da riequilibrare gli effetti di shock asimmetrici. Oppure, dovrebbe esserci almeno una politica di bilancio (anche nota come politica fiscale) comune, capace di ridurre gli impatti degli shock asimmetrici¹.

L'Unione monetaria europea è notoriamente incompleta: essa si è fondata a lungo su di un solo pilastro, la politica monetaria comune, mentre il secondo e il terzo pilastro (unione bancaria) e il terzo pilastro (unione fiscale) sono stati lasciati in disparte. Ciò è avvenuto per la convinzione che, col tempo, i paesi membri avrebbero finito per convergere verso una struttura simile² e per essere sempre più soggetti a shock simmetrici moderati, affrontabili mediante la sola politica monetaria della BCE, accompagnata dalle semplici regole fiscali del Patto di stabilità e crescita.

Come è stato notato (Boitani, 2012; Baglioni e Bordignon, 2018), la costruzione di una unione monetaria incompleta - tra la fine degli anni '80 e i primi anni '90 dello scorso secolo - ha finito per riflettere oltre che il compromesso politico possibile tra i principali paesi dell'area (Germania e Francia) anche la convinzione teorica dell'epoca secondo cui gli shock asimmetrici dovessero essere affrontati a livello nazionale, mediante una politica fiscale ridotta

¹ L'integrazione del mercato dei capitali e dei sistemi bancari costituiscono altri meccanismi capaci di garantire la sostenibilità dell'unione monetaria in presenza di shocks asimmetrici. Si veda anche il Cap. 4.

² Una valutazione del processo di convergenza strutturale all'interno dell'Eurozona è condotta nel Cap. 5.

[♦] A cura di Andrea Boitani e Alessandro Gobbi

ai soli stabilizzatori automatici, tuttalpiù rafforzata con quanto “messo da parte” nelle fasi di espansione grazie al rispetto delle regole del Patto di Stabilità. Ma la recessione (2008-2009) innescata dalla crisi finanziaria e poi quella (2011-2013) innescata dalla crisi dei debiti sovrani hanno scosso quella convinzione teorica, mentre i fatti si sono incaricati di mostrare che la fine degli shock asimmetrici in una unione monetaria era una previsione un po’ esagerata.

Se invece “la politica fiscale è un potente strumento della politica macroeconomica” – come ha scritto nel 2017 il presidente dello *European Fiscal Board* Niels Thygesen – tanto più lo è in una unione monetaria in cui la Banca Centrale mantiene una politica monetaria “accomodante” (che cioè tiene i tassi bassi e fornisce al sistema tutta la liquidità che richiede). Ma una politica fiscale discrezionale confinata a livello strettamente nazionale rischia sia di infrangersi contro i limiti già detti dello “spazio fiscale” sia di non tenere conto degli *spillover* tra un paese e l’altro e quindi di risultare, a seconda dei casi, sopra o sotto dimensionata rispetto alle esigenze dell’unione nel suo insieme.

Nel seguito di questo lavoro, valuteremo innanzitutto (sezione 1) il grado di sincronizzazione dei cicli economici dei diversi paesi che la compongono. Passeremo poi (sezione 2) a esaminare le proposte di riforma dell’area euro con l’obiettivo di affrontare adeguatamente le conseguenze di shock asimmetrici.

1. Il grado di convergenza ciclica

1.1. L’asimmetria negli shock di domanda e offerta

La letteratura che si occupa delle aree valutarie ottimali ha proposto diversi metodi per misurare la sincronizzazione dell’attività economica

all’interno di una unione monetaria³. L’analisi più celebre e diffusa è contenuta nell’articolo di Bayoumi e Eichengreen (1993) e consiste nel confrontare gli shock aggregati di domanda e offerta dei paesi presi in esame. Focalizzandosi sul periodo precedente alla nascita dell’Eurozona, gli autori riscontrarono che l’allora Comunità europea non costituiva un’area valutaria ottimale, almeno se paragonata con l’unione monetaria degli Stati Uniti le cui principali aree geografiche presentavano dinamiche economiche maggiormente correlate. L’analisi di Bayoumi e Eichengreen è stata successivamente ripetuta da vari autori considerando differenti gruppi di paesi e serie storiche via via più aggiornate – tra cui Campos e Macchiarelli (2016), Bak e Maciejewski (2017), e gli stessi Bayoumi e Eichengreen (2017).

In questa sezione riesaminiamo la questione utilizzando dati trimestrali che si estendono fino al 2017. La lunghezza del campione appare adeguata per valutare se il grado di asimmetria degli shock all’interno dell’Eurozona si sia ampliato o ridotto a seguito della crisi finanziaria globale del 2007-2008 e della crisi del debito sovrano che ha investito l’economia della zona euro negli anni successivi.

1.2. Metodologia

L’approccio di Bayoumi e Eichengreen (1993) estende la procedura introdotta da Blanchard e Quah (1989) per identificare gli shock temporanei e permanenti di un VAR strutturale. Si supponga che l’andamento di prezzi e

³ Un importante contributo è costituito da Campos, Fidrmuc e Korhonen (2017), che conducono una meta-analisi partendo da 63 diversi studi sulla correlazione del ciclo economico dei paesi dell’Unione europea. Il principale risultato è che la sincronizzazione tra i paesi dell’eurozona è aumentata con l’introduzione dell’euro rispetto al periodo precedente.

produzione sia correttamente rappresentabile dal seguente processo MA bivariato di ordine infinito

$$\begin{aligned} X_t &= A_0 \varepsilon_t + A_1 \varepsilon_{t-1} + A_2 \varepsilon_{t-2} + \dots \\ &= \sum_{i=0}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i}, \end{aligned}$$

dove $X_t = [\Delta y_t, \Delta p_t]'$ è il vettore che contiene il tasso di crescita di output e prezzi⁴, mentre $\varepsilon_t = [\varepsilon_{s,t}, \varepsilon_{d,t}]'$ contiene gli shock economici di offerta e di domanda. Si assume che tali shock siano i.i.d., ortogonali, a media nulla e con varianza normalizzata a 1. Gli elementi della matrice A_i rappresentano la funzione di risposta all'impulso degli shock ε_t sulle variabili X_t . Ad esempio, l'elemento $A_{i,21}$ indica la variazione del livello dei prezzi indotta nel periodo $t+i$ da uno shock di offerta avvenuto in t .

Al fine di indentificare gli shock, Bayoumi e Eichengreen ipotizzano che lo shock di domanda non possa influenzare in modo permanente il livello della produzione. Ciò è coerente con un semplice schema AD-AS: gli spostamenti della curva AD portano ad un equilibrio di breve periodo con un diverso reddito. Nel lungo periodo, il meccanismo di aggiustamento dei prezzi fa tornare il reddito al livello potenziale: in corrispondenza della curva AS verticale (nel piano reddito-prezzi). Gli shock di offerta possono invece influenzare reddito e prezzi sia nel breve sia nel lungo. La restrizione sugli shock di domanda può essere ottenuta imponendo analiticamente che $\sum_{i=0}^{\infty} A_{i,12} = 0$, ossia imponendo che le variazioni dell'output indotte da uno shock di domanda si compensino nel lungo periodo.⁵

⁴ Il tasso di crescita è calcolato prendendo le differenze prime logaritmiche delle variabili in livelli.

⁵ Lo schema di identificazione viene implementato in questo modo. Si stima inizialmente il VAR in forma ridotta:

1.3. Dati

Per l'analisi utilizziamo dati trimestrali per i 12 paesi che hanno adottato l'euro a partire da gennaio 2002, ossia gli 11 paesi che hanno aderito inizialmente all'Unione monetaria più la Grecia. Consideriamo le serie storiche Eurostat destagionalizzate del PIL reale e del deflatore del PIL per ogni paese e per l'Eurozona (EA12). I dati coprono il periodo 1999q1-2017q4.

1.4. Risultati

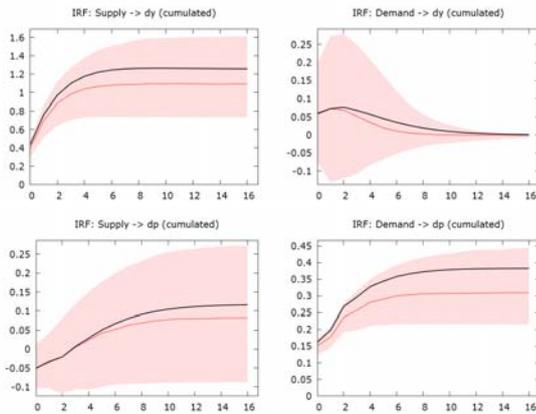
Per ogni paese abbiamo stimato un VAR strutturale con due lag e una costante utilizzando l'intero campione. Per chiarire meglio lo schema di identificazione adottato, in FIG. 1 sono riportate le risposte ad impulso cumulate per l'area euro. Riportiamo sia la stima puntuale della risposta (linea nera) sia una banda di confidenza al 90%, calcolata con metodo bootstrap (linea rossa indica la mediana delle risposte ad impulso ottenute sempre tramite bootstrap)⁶.

$$\begin{aligned} X_t &= B_1 X_{t-1} + B_2 X_{t-2} + \dots + B_p X_{t-p} + e_t, \\ e_t &\sim (0, \Sigma). \end{aligned}$$

Le funzioni di risposta ad impulso si ottengono invertendo il polinomio autoregressivo del VAR. La restrizione sull'effetto di lungo periodo dello shock di domanda viene infine imposta applicando la decomposizione di Cholesky alla matrice $B^{-1}\Sigma(B')^{-1}$, dove $B = I - B_1 - B_2 - \dots - B_p$.

⁶ Le bande di confidenza sono costruite come segue: una volta stimato il VAR, i residui vengono ricampionati (con reimmissione) per generare una nuova serie storica fittizia per output e prezzi, che viene usata per calcolare nuovamente le risposte ad impulso. La procedura è ripetuta per 1024 volte e in Figura 1 riportiamo 5°, 50° e 95° percentile delle risposte ad impulso ottenute.

FIG. 1 - Risposte ad impulso a shock di domanda e offerta nell'Eurozona.



La colonna di sinistra riporta la risposta di output e prezzi ad uno shock di offerta, mentre la colonna di destra le corrispondenti risposte ad uno shock di domanda. Le risposte appaiono compatibili con lo schema AD-AS. Il reddito aumenta a seguito di uno shock di offerta di tipo espansivo, mentre il livello dei prezzi presenta un iniziale calo, seguito da un rialzo non significativo. Uno shock di domanda positivo porta invece ad un aumento significativo e persistente dei prezzi, mentre la risposta dell'output sembra essere timidamente positiva nel breve periodo, anche se non in modo significativo; si noti inoltre che per costruzione il reddito è vincolato a tornare al livello iniziale nel lungo periodo.

L'aspetto delle risposte ad impulso suggerisce che i movimenti dell'output sono dominati da shock di offerta, mentre i movimenti dei prezzi sono dominati da shock di domanda. Questa dicotomia è confermata dall'analisi della *variance decomposition*, riportata in TAB. 1, che indica appunto la percentuale della varianza dell'output e dei prezzi che può essere spiegata da shock di offerta o di domanda. Andamenti qualitativamente simili sono riscontrabili anche negli altri paesi presi in esame, nonché negli studi simili precedentemente citati. Bayoumi e

Eichengreen (2017) riconducono la scarsa influenza degli shock di domanda sull'output alla relativa inelasticità della curva di offerta aggregata di breve periodo dell'Eurozona, inelasticità che riflette la presenza di rigidità reali nei mercati del lavoro e dei beni. Inoltre, gli shock di domanda possono generare endogenamente degli shock di offerta (e viceversa) attraverso un meccanismo basato sull'isteresi. Ciò avviene sia a causa dell'erosione delle competenze dei lavoratori dovuta ad un protratto periodo di disoccupazione, sia perché le temporanee riduzioni degli investimenti a fronte di shock di domanda negativi risultano in una minor accumulazione di capitale, che comporta un calo del Pil potenziale.

TAB. 1 - Variance decomposition per Eurozona

	$i = 0$	$i = 4$	$i = 8$	$i = 12$
$\varepsilon_{s,t} \rightarrow \Delta y_{t+i}$	0.98	0.99	$\cong 1$	$\cong 1$
$\varepsilon_{d,t} \rightarrow \Delta y_{t+i}$	0.02	0.01	$\cong 0$	$\cong 0$
$\varepsilon_{s,t} \rightarrow \Delta p_{t+i}$	0.09	0.01	0.03	0.05
$\varepsilon_{d,t} \rightarrow \Delta p_{t+i}$	0.91	0.99	0.97	0.95

Consideriamo ora la correlazione tra gli shock di domanda e offerta. In primo luogo, concentriamoci sulla correlazione lungo l'intero campione, riportata in TAB. 2. Due risultati appaiono evidenti. Il primo è che gli shock di offerta risultano più correlati tra loro rispetto agli shock di domanda. Questi ultimi mostrano infatti una correlazione generalmente debole, non significativa e talvolta negativa. Si considerino ad esempio i due principali paesi dell'Eurozona, Francia e Germania, il cui grado di integrazione economica è tipicamente ritenuto molto elevato. In effetti, la correlazione degli shock di offerta si conferma (0.50), mentre gli

TAB. 2 - Correlazione tra shock di domanda e offerta, 1999-2017

	EA12	AUS	BEL	FIN	FRA	GER	GRE	IRL	ITA	LUS	OLA	POR	SPA
EA12	1	0.5	0.49	0.55	0.71	0.84	0.45	0.25	0.75	0.46	0.63	0.37	0.43
AUS	0.04	1	0.48	0.45	0.41	0.48	0.21	0.11	0.49	0.40	0.27	0.20	0.11
BEL	0.12	-0.17	1	0.26	0.45	0.32	0.29	0.16	0.45	0.39	0.26	0.08	0.25
FIN	0.11	-0.03	0.19	1	0.35	0.57	0.32	0.04	0.39	0.37	0.53	0.42	0.35
FRA	0.45	0.11	0.14	-0.14	1	0.50	0.30	0.22	0.52	0.29	0.49	0.22	0.29
GER	0.44	0.19	-0.22	0.13	-0.13	1	0.28	0.09	0.58	0.4	0.58	0.27	0.26
GRE	0.28	0.04	0.11	0.23	0.01	0.24	1	0.14	0.27	0.32	0.25	0.12	0.19
IRL	0.26	-0.09	0.10	-0.05	0.17	-0.08	-0.08	1	0.25	0.31	0.12	0.28	0.17
ITA	0.62	-0.04	0.02	-0.01	0.31	-0.02	0.12	0.09	1	0.37	0.42	0.38	0.31
LUS	-0.14	-0.04	0.27	0.03	-0.03	-0.24	-0.02	-0.02	-0.05	1	0.16	0.14	0.29
OLA	0.24	-0.01	0.21	0.14	0.14	-0.15	0.07	0.21	0.06	0.11	1	0.49	0.42
POR	0.13	0.03	-0.12	-0.02	0.00	-0.06	-0.05	0.00	0.28	-0.03	0.07	1	0.43
SPA	0.37	-0.09	0.30	0.04	0.09	-0.01	0.10	0.09	0.16	0.04	0.07	0.00	1

Note: sopra la diagonale sono riportate le correlazioni tra shock di offerta, sotto la diagonale le correlazioni tra shock di domanda. I valori significativi al 10% sono indicati in grassetto.

shock di domanda appaiono addirittura in controtendenza (correlazione -0.13)⁷.

Il secondo risultato è che dalla correlazione tra gli shock di offerta è possibile identificare un gruppo di paesi che costituiscono il *core* dell'Eurozona, con cicli economici più sincronizzati tra loro. Prendendo la Germania come riferimento, l'insieme dei paesi più correlati (ossia con correlazione tra shock di offerta superiore a 0.4) è dato da Austria, Francia, Italia, Paesi Bassi e Finlandia, oltre che dalla Germania stessa. Si può quindi concludere che l'area economica più integrata rimane a grandi linee riconducibile agli originari paesi fondatori del Comunità europea (con la

Finlandia che prende il posto del Belgio nel gruppo).

Veniamo ora al principale oggetto della nostra indagine: valutare se il grado di sincronizzazione nei cicli economici dell'Eurozona sia cresciuto o diminuito negli ultimi anni. A tal proposito, dividiamo il campione in due periodi, ossia 1999q1-2009q4 e 2010q1-2017q4. La rappresentazione grafica delle correlazioni degli shock di domanda e offerta è fornita in FIG.2, dove si è scelto di prendere la Germania come riferimento. I risultati evidenziano un sostanziale arresto nel processo di convergenza ciclica dei paesi membri. In particolare, la correlazione tra gli shock di offerta è fortemente diminuita, se si escludono le eccezioni di Austria, Belgio, Finlandia e Lussemburgo, che pesano comunque per una piccola quota del PIL dell'Eurozona. Per gli shock di domanda non è possibile

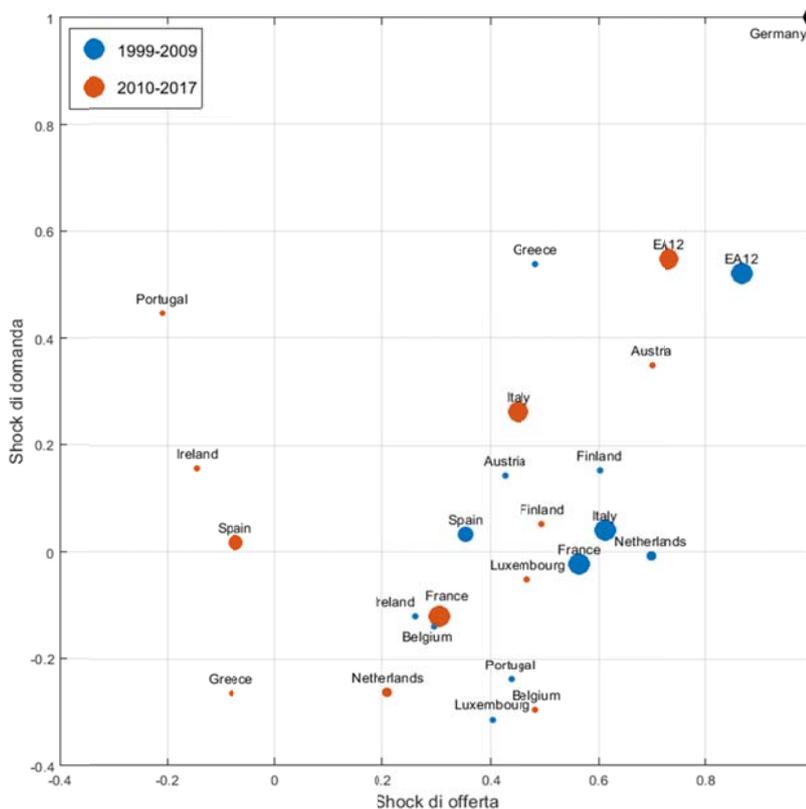
⁷ Si noti che la TAB. 1 riporta la correlazione contemporanea tra gli shock. Tuttavia, le correlazioni risultano ancora minori considerando ritardi tra gli shock.

individuare una tendenza chiara, anche se complessivamente si può osservare un leggero aumento della correlazione tra gli shock dell'Eurozona (EA12) e i corrispettivi tedeschi. Il dato meno incoraggiante, tuttavia, è l'emergere di un gruppo di paesi periferici (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna) che sembrano essersi fortemente desincronizzati rispetto alla Germania, almeno per quanto riguarda gli shock di offerta. Tale andamento è probabilmente legato alla crisi dei debiti sovrani di questi paesi, che ha amplificato gli effetti della crisi finanziaria del 2007-2008 e impedito una rapida ripresa dell'attività economica, come

quella avvenuta in Germania. Tuttavia, anche le economie di Francia e Paesi Bassi, pur essendo tradizionalmente legate a quella tedesca, mostrano una diminuita sincronizzazione.

I paesi aderenti all'euro nel 1999 avevano significative divergenze strutturali che si pensavano sarebbero state smussate dal processo di convergenza dovuto ad un mercato unico e all'irrobustirsi dei legami commerciali e finanziari che si sarebbero instaurati tra i paesi aderenti. Alla luce dei risultati appena presentati, questo processo di convergenza appare incompleto: gli shock idiosincratichi sono ancora frequenti e non trascurabili.

FIG. 2 - Correlazione tra shock di domanda e offerta, benchmark Germania





2. Verso quale riforma delle politiche fiscali in Eurozona?

2.1 Regole fiscali e “fiscal stance”

La reazione alle crisi recenti da parte della Commissione europea, sotto la spinta in particolare della Germania è andata nella direzione di rivedere le “regole” del Patto di stabilità e crescita per renderle meno procicliche, mentre i governi dell’Eurozona concordavano di istituire il Meccanismo Europeo di Stabilità per fornire fondi d’emergenza ai paesi in difficoltà, sempre che tali paesi aderiscano e soddisfino rigorose “condizionalità” relative (prevalentemente) alla finanza pubblica. Tuttavia, l’ESM non è uno strumento di politica macroeconomica per affrontare gli shock asimmetrici, ma un fondo di intervento di ultima istanza che può intervenire solo quando un paese abbia perso o stia perdendo accesso ai mercati finanziari, eppure il suo debito sia considerato sostenibile dalla Commissione e dalla BCE. Le sue regole di *governance*, inoltre, prevedono che vi sia l’unanimità dei paesi creditori o una maggioranza almeno dell’85% in casi eccezionali (il che conferisce comunque potere di veto a Germania, Francia e Italia).

La riforma delle regole fiscali, varata con una serie di “pacchetti” approvati tra il 2011 e il 2013 non è stata esente da difetti, anche significativi, di pro-ciclicità, cioè proprio ciò che si voleva evitare. Secondo queste regole, gli “sforzi fiscali” che vengono richiesti ai diversi paesi al fine di correggere gli squilibri di finanza pubblica (deficit e debito eccessivi) dipendono dalla situazione ciclica che i singoli paesi stanno attraversando. Ai paesi che stanno andando bene si chiede uno sforzo maggiore, mentre se ne chiede uno inferiore ai paesi le cui economie sono deboli. Un principio sacrosanto. La cui realizzazione pratica, però, dipende in modo

cruciale da come viene misurata la “situazione ciclica” di ciascun paese. La tecnica usata allo scopo consiste nello stimare un livello “potenziale” del Pil reale e poi di calcolare la percentuale di scostamento del Pil effettivo dell’anno corrente da quel Pil potenziale. Così se il Pil potenziale è fatto pari a 100 e quello effettivo è 95 si ha un “gap di produzione” (output gap) negativo pari al 5%, cioè l’economia sta producendo il 5% meno del suo potenziale: è in una situazione ciclica debole. E ciò anche se il Pil sta crescendo: l’economia non è in recessione ma, appunto, è sotto il suo potenziale.

Il problema è che l’output gap non è veramente “osservabile”, poiché la sua dimensione dipende dalla *stima* che si fa del Pil potenziale. Nel nostro esempio, se il Pil potenziale stimato fosse 97 invece di 100, l’output gap (con un Pil effettivo ancora pari a 95) sarebbe solo del -2%. Il che ci direbbe che l’economia è ora in una posizione assai meno debole che con gap pari a -5% e dovrebbe farsi carico di uno sforzo fiscale maggiore. E ciò senza che il tasso di disoccupazione sia più basso o che i cittadini abbiano un reddito da spendere realmente più alto di quando l’output gap risulta pari al 5%! È questione che il Pil potenziale può effettivamente “seguire” quello effettivo e, se questo si riduce, anche quello si riduce, più o meno nella stessa misura. La capacità produttiva, inutilizzata per troppi mesi, viene di fatto distrutta; gli investimenti non fatti portano a una riduzione della produttività; i disoccupati di lungo periodo diventano “inoccupabili”. Tutto ciò porta a una riduzione del Pil potenziale e, in molti casi, addirittura alla riduzione del potenziale di crescita.

Non è solo teoria. Molti lavori empirici hanno dimostrato che, effettivamente, il Pil potenziale tende a seguire quello effettivo. Il che significa

che, se qualche shock fa diminuire il Pil effettivo un dato anno, negli anni successivi si ridurrà anche il Pil potenziale. Secondo alcune stime (Ball, 2014), i danni della Grande recessione del 2009 erano rappresentati (nel 2015) da una perdita di Pil potenziale che va da un minimo di zero per la Svizzera fino al 30% per Grecia, Ungheria e Irlanda. Con i paesi dei ministri firmatari che avrebbero subito perdite da un minimo dell'8,6% (Francia) a un massimo del 22,3% (Spagna), passando per il 12% dell'Italia e il 14% del Portogallo.

Il punto è chiaro:

1) i paesi colpiti dalla crisi hanno oggi un Pil potenziale che è stato ridotto dalla crisi stessa: quindi l'output gap "ufficiale" non misura correttamente la posizione ciclica, ma è invece troppo basso. Decidere la politica di bilancio in base a questa misura sbagliata può causare gravi danni, soprattutto nei paesi in cui la crisi è stata più lunga e severa e dove, quindi, il Pil potenziale si è ridotto di più (De Long, Summers, 2012; Fatas Summers, 2016).

2) Le politiche restrittive necessarie a un consolidamento fiscale consistente, messo in moto dalla scorretta misurazione della posizione ciclica, possono costituire un nuovo shock negativo, che finirebbe per innescare un nuovo round di riduzione del Pil effettivo e, a seguire, di quello potenziale e, quindi per gettare le basi di un più lungo periodo di bassa crescita e di disoccupazione crescente.

Se, come detto, viene rivisto verso il basso il Pil potenziale di un paese e, di conseguenza, l'output gap si riduce automaticamente, la posizione ciclica di quel paese migliora mentre il saldo strutturale del bilancio pubblico peggiora e quindi, nell'ambito del "braccio preventivo" del Patto di stabilità e crescita come

riformato nel 2011, il paese in questione è chiamato a una manovra restrittiva per avvicinarsi al suo MTO (*Medium Term Objective*). Manovra che non appare formalmente pro-ciclica solo perché è la stima stessa del Pil potenziale ad esserlo. Inoltre, se l'output gap viene rivisto *per il passato* (Landi, 2015), a parità di saldo nominale di bilancio e delle misure una tantum il saldo strutturale assumerà (ex post) un valore diverso da quello che era stato calcolato in precedenza. Non vi è dunque certezza assoluta dei numeri, nemmeno retrospettivamente. Un gran pasticcio.

I temi sopra annotati sono stati riassunti in una lettera dei ministri finanziari di Italia, Francia e Spagna recapitata il 3 maggio 2017 al Vice Presidente della Commissione Europea Valdis Dombrovskis e al commissario agli affari economici e finanziari Pierre Moscovici, ma ha avuto accoglienza tiepida. Del modo di misurare l'output gap si discute ancora, ma nessuna decisione è stata presa. D'altro canto, qualsiasi regola basata sul rapporto tra deficit strutturale (corretto cioè per il ciclo) e Pil potenziale non può prescindere da una corretta misurazione dell'output gap. In realtà non può prescindere da tale misurazione neanche una lettura operativa del nuovo articolo 81 della Costituzione italiana, dove prevede: "*Lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali*".

Le vie d'uscita sono tre, non necessariamente alternative e forse da porre in sequenza:

1) il coordinamento delle politiche fiscali;



- 2) introdurre nelle regole del fiscal compact una qualche tutela degli investimenti pubblici;
- 3) la costituzione di una capacità fiscale dell'Eurozona, un primo passo verso il bilancio comune.

La prima via richiede, quantomeno, la definizione di una *fiscal stance* obiettivo (cioè un obiettivo di espansione o di restrizione fiscale) per correggere gli squilibri ciclici dell'intera Eurozona, tenendo conto degli *spillover* tra paesi menzionati sopra (Boitani, Tamborini, 2016). L'obiettivo aggregato dovrebbe essere fissato da un soggetto sovranazionale – per esempio un ministro delle finanze politicamente responsabile di fronte a un'assemblea dei parlamentari europei eletti nell'Eurozona – in base a criteri concordati tra la Commissione Europea e i ministri economici e finanziari dei paesi membri e venga assegnato a ciascun paese il compito di contribuire a quell'obiettivo in proporzione, anche modificando la composizione della sua spesa al fine di favorire il raggiungimento della *fiscal stance* appropriata. Il che richiede di tenere conto di quanto ciascun paese contribuisca agli squilibri dell'Eurozona e di quanto possa contribuire a correggerli, in relazione allo spazio fiscale di cui dispone. Il problema di questo approccio è che, in ultima analisi, l'attuazione dei compiti definiti a livello “federale” deve pur sempre essere lasciata ai singoli governi.

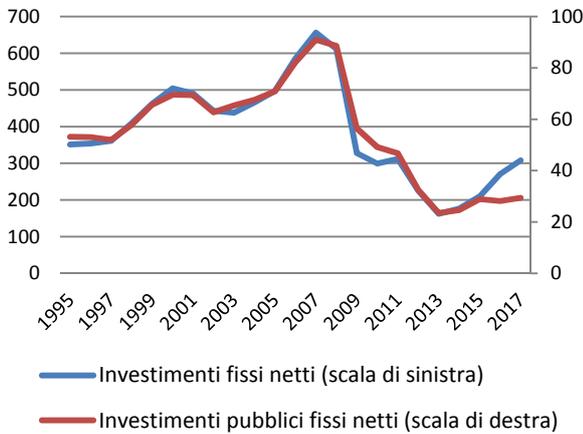
Nel 2016, la Commissione Europea e il Parlamento Europeo hanno premuto l'acceleratore per la definizione di una *fiscal stance* obiettivo a livello europeo che fosse più espansiva di quella prevista per il 2017. Il Parlamento Europeo ha anche incaricato autorevoli studiosi di elaborare proposte per la definizione della *fiscal stance* obiettivo (Bénassy-Quéré, 2016; Giavazzi, 2016;

Ademmer *et al.*, 2016). La Commissione ha però finito per ripiegare nell'affermazione che “il disegno di una *fiscal stance* appropriata per l'area Euro è responsabilità individuale e collettiva degli stati membri”. I quali, nel dicembre del 2016, hanno risposto che la *fiscal stance* per il 2017 era appropriata e – nelle parole del presidente dell'Eurogruppo Dijsselbloem – che forse “qualche paese membro (*leggi Germania n.d.r.*) può, se così sceglie, utilizzare la propria favorevole situazione di bilancio per rafforzare la propria domanda interna e il proprio potenziale di crescita”. Ma può anche decidere di non fare niente. Come puntualmente avvenuto. Coordinamento almeno rinviato.

2.2 Una “golden rule” per gli investimenti

Nell'Area Euro gli investimenti sono stati in caduta libera per molti anni. In particolare gli investimenti netti in capitale fisso, cioè quelli che contribuiscono alla crescita del capitale di un paese. Dal 2007 al 2013, gli investimenti netti sono scesi del 75%, trascinati dal crollo degli investimenti in costruzioni, a loro volta congelati dalla caduta dei valori immobiliari. Nel 2017 gli investimenti (a prezzi correnti) non avevano neanche ricuperato il livello del 1995 e restavano sotto il 50% del loro valore nel 2007 (FIG. 3).

FIG. 3 - Investimenti fissi netti nell'Area Euro

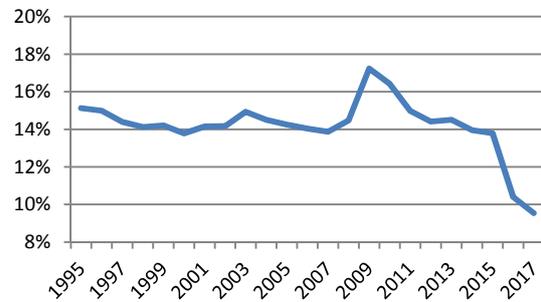


Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, Ameco

Dal 2010 al 2015 la riduzione degli investimenti pubblici netti ha contato per circa il 20% del totale delle manovre di consolidamento fiscale attuate nei 12 paesi “fondatori” dell’Area Euro entrati in “austerità”, con punte del 33% in Spagna e del 27,5% in Portogallo. Dopo l’impennata sopra il 17% del 2009 (più che altro dovuta al crollo degli investimenti privati), il rapporto tra investimenti pubblici netti e il totale degli investimenti netti è crollato al minimo del 9% nel 2017. Negli ultimi anni più per la ripresa degli investimenti privati che per la caduta di quelli pubblici, che in alcuni paesi dell’area euro si è, invece, arrestata o trasformata in lieve ripresa (Germania, Spagna).

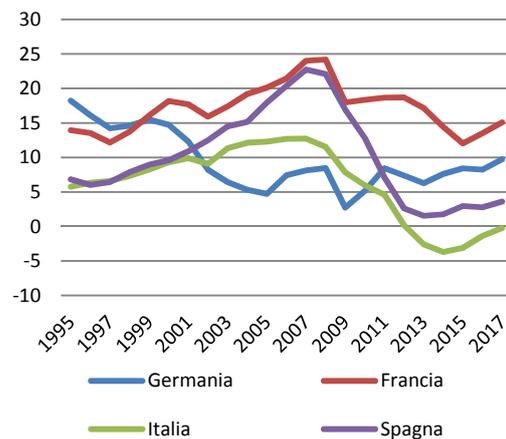
In Italia, poi, gli investimenti fissi netti pubblici sono addirittura stati zero o negativi dal 2013 al 2017. E anche quelli complessivi hanno avuto andamento e segno analogo (FIGG. 4 e 5). Ma, almeno, dal 2016 hanno superato il trend (parabolico) (FIG. 6).

FIG. 4 - Rapporto tra investimenti (netti) pubblici e totali



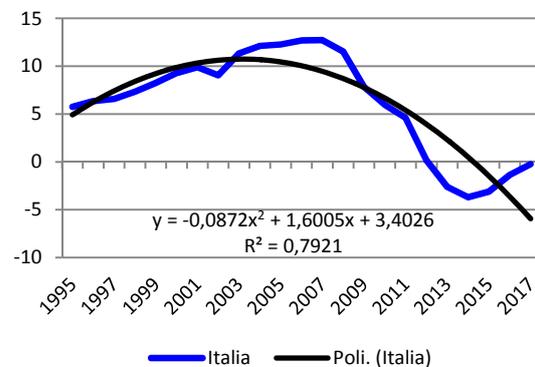
Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, Ameco

FIG. 5 - Investimenti pubblici fissi netti



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, Ameco

FIG. 6 - Investimenti pubblici fissi netti



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, Ameco



È facile comprendere perché siano stati soprattutto gli investimenti pubblici a sopportare il peso dell'aggiustamento. La spesa per investimenti può essere tagliata più rapidamente della spesa sociale e con minori costi politici nel breve periodo. Ma ridurre smisuratamente gli investimenti pubblici per far quadrare il bilancio e rispettare le regole (o violare di meno) le regole del Patto di stabilità non è una buona idea, perché si ottiene una drastica restrizione del capitale pubblico e si mette a repentaglio la realizzazione dei grandi progetti infrastrutturali che richiedono una spesa costante e prolungata nel tempo.

Inoltre è dimostrato che la spesa per investimenti pubblici è quella che in recessione ha i moltiplicatori più alti ed è quindi quella che più contribuirebbe a far superare la crisi (per esempio, Boitani, Perdichizzi, 2018). La grandezza del moltiplicatore degli investimenti pubblici è ovviamente maggiore anche quando il tasso di interesse nominale è vicino a zero e quello reale è negativo e una politica monetaria espansiva li tiene bassi, come sta facendo la BCE ancora oggi (e per tutto il 2019, secondo gli annunci recenti del Presidente Draghi). Dunque le condizioni in cui si trovano l'Eurozona e, in particolar modo, i paesi del Sud appaiono quelle più propizie affinché una politica di espansione degli investimenti pubblici abbia successo. Se il tasso di interesse viene mantenuto basso, infatti, il costo del finanziamento degli investimenti privati non sale per la concorrenza di quelli pubblici e non si produce l'effetto di "spiazzamento" degli investimenti privati che il Tesoro inglese opponeva ai piani di Keynes del 1930.

Gli investimenti pubblici hanno un effetto espansivo che opera anche "dal lato dell'offerta". I nuovi investimenti, contrariamente alla spesa corrente, accrescono lo

stock di capitale di cui un'economia dispone e quindi consentono di allargare la capacità produttiva. Questo secondo effetto ci mette di più ad esercitarsi rispetto al primo, ma è anche quello più duraturo e più capace di mettere l'economia su un sentiero di crescita sostenibile nel lungo periodo di tempo. Naturalmente, l'effetto di offerta è tanto maggiore quanto più efficiente è il processo di pianificazione e attuazione degli investimenti pubblici, quanto minore è il costo delle opere, maggiore la loro qualità, inferiori i tempi di realizzazione e quanto più le opere che vengono realizzate sono utili a soddisfare le esigenze presenti e future della collettività e del sistema produttivo.

Dal momento che una revisione delle regole europee di finanza pubblica appare, come si è visto, più che opportuna e urgente, si può pensare di inserire nelle regole una forma di protezione degli investimenti pubblici netti. Tale protezione potrebbe basarsi su una sorta di *golden rule*: quella regola secondo cui la spesa per investimenti può essere fatta in deficit perché contribuisce ad accrescere il capitale di cui disporranno le generazioni future ed è perciò legittimo lasciare ad esse anche il debito acceso per realizzare quel capitale. Certo, l'applicazione pratica di una simile regola non è semplicissima, a cominciare dall'individuazione delle spese da far rientrare nella categoria degli investimenti pubblici "netti", che accrescono effettivamente il capitale a disposizione delle generazioni future. Tuttavia, la complessità delle attuali regole fiscali europee è tale che quelle della regola aurea impallidiscono al confronto, soprattutto se, almeno all'inizio, si decidesse di adottare definizioni semplici di "investimento netto", derivate dalle norme contabili esistenti, decidendo di escludere le spese militari ma di includere i trasferimenti alle imprese strettamente legati a nuovi investimenti.

Al fine di evitare un conflitto insanabile tra la *golden rule* e l'obiettivo di cominciare a ridurre il rapporto tra debito e Pil verso il 60%, definito nel Fiscal compact, si potrebbe introdurre un limite superiore agli investimenti pubblici deducibili. L'economista tedesco Achim Truger (2016) ha suggerito di fissare il limite delle spese deducibili per la *golden rule* all'1,5% del Pil. In pratica, dal deficit strutturale (in rapporto al Pil) definito nell'obiettivo di medio termine da ciascun paese e concordato con la Commissione si potrebbero sottrarre le spese di investimento netto fino a un massimo dell'1,5% del Pil.

Così si otterrebbe il risultato di tutelare meglio gli investimenti pubblici netti dai tagli e di incentivare i paesi dove l'investimento pubblico netto è oggi negativo o comunque molto basso ad incrementarlo sostanzialmente, riducendo allo stesso tempo un po' di spesa corrente. In pratica, si avrebbe un incentivo rafforzato da una *spending review* che favorisca gli investimenti. In particolare, si potrebbero così tutelare gli investimenti pluriennali che caratterizzano le grandi opere infrastrutturali e il risanamento idrogeologico del territorio. Secondo le stime di Truger (2016), l'applicazione dal 2011 di una simile regola aurea avrebbe comportato oggi un Pil dell'Eurozona ben più alto di quanto si sia realizzato nella realtà, mentre il rapporto debito/Pil sarebbe un po' più basso di quanto in effetti è, anche nei problematici paesi del Sud. E ciò grazie al fatto che il denominatore del rapporto (il Pil) sarebbe aumentato, dopo il primo anno, più del numeratore (il debito).

2.3 Una capacità fiscale per l'Eurozona

Il Trattato sull'Unione europea non prevede che il bilancio della UE svolga un ruolo di contrasto delle recessioni. Del resto, i paesi dell'Unione europea che *non* adottano l'euro 1) godono di

autonomia e flessibilità nella gestione dei propri bilanci pubblici (cui, invece, i paesi dell'Eurozona hanno in parte rinunciato col Patto di Stabilità); 2) hanno una propria valuta il cui cambio può liberamente fluttuare per assorbire gli shock; 3) hanno ciascuno la propria banca centrale che può dedicarsi (anche) alla stabilizzazione interna e agire da prestatore di ultima istanza. È certamente vero che il bilancio della UE necessita di una nuova focalizzazione sulle priorità europee dei nostri giorni (difesa, ambiente, migrazioni, ricerca, cambiamenti climatici) e meno sull'agricoltura. Ma ciò non implica che quel bilancio possa essere utilizzato a scopi anticiclici né di contrasto degli shock asimmetrici. Quando dunque si parla della necessità di una *fiscal stance* e di una capacità fiscale da affiancare alla politica monetaria della BCE, in funzione anticiclica, ci si deve riferire all'Eurozona. Quando si discute di un ministro delle finanze europeo si dovrebbe chiarire che si sta parlando di un ministro dell'Eurozona, non della UE⁸.

Bisogna dire anche ciò che una capacità fiscale dell'Eurozona non può essere né ora né (forse) mai. O quanto meno ancora per un periodo abbastanza lungo. Non può essere uno strumento per organizzare trasferimenti permanenti tra un paese e l'altro dell'area euro, come avviene invece tra le regioni (ad esempio italiane). Sarebbe inaccettabile per i cittadini dei paesi che verrebbero a trovarsi nella parte dei "donatori".

⁸ Su questi punti di diversa opinione è Guntram Wolff, direttore del *think tank* europeo Bruegel, che propone un bilancio dell'Unione europea e conferire il ruolo di Ministro delle Finanze dell'Unione – per gestire un bilancio europeo riformato - al Presidente dell'Eurogruppo, cioè uno dei ministri delle finanze nazionali. Così facendo, oltre a confondere i problemi dell'area euro con quelli dell'Unione a 28, si accentuerebbe il carattere intergovernativo della governance europea. La direzione opposta a quella di un progresso federalista.



La capacità fiscale dell'Eurozona non può neanche essere un modo per garantire congiuntamente i debiti pubblici contratti in passato dai singoli paesi. Non si vede perché i governanti tedeschi, olandesi, austriaci, ecc. debbano vedere di buon occhio un aumento dell'onere del *loro* debito pubblico che – accumulato a quelli portoghese, italiano, francese, greco, ecc. - avrebbe un rischio più alto e diverrebbe perciò più oneroso per l'erario di Berlino, l'Aja e Vienna (mentre i paesi più indebitati vedrebbero scendere il rischio e l'onere da loro sopportato).

La questione di una nuova possibile crisi dei debiti sovrani accumulati in passato deve essere separata da quella della stabilizzazione ciclica futura. Per il passato esiste già l'ESM (il Meccanismo europeo di stabilità). Si può discutere la sua trasformazione in un più robusto Fondo Monetario Europeo⁹, capace di fornire supporto agli stati in difficoltà molto prima che la crisi precipiti (come può fare il FMI dal 2009 con la *precautionary facility*), sganciando anche le decisioni dal principio dell'unanimità che oggi caratterizza l'ESM e liberando la condizionalità per l'erogazione delle risorse dagli aspetti pro-ciclici che oggi ha. Tuttavia, l'esperienza del Fondo Monetario Internazionale con questo tipo di programmi non è stata particolarmente positiva, poiché i paesi hanno manifestato una certa riluttanza a far domanda per essere inseriti in un programma in un certo senso “preventivo”, temendo di segnalare al mondo e ai mercati la propria vulnerabilità, con l'effetto di far precipitare la crisi invece di curarla.

Vari autori hanno suggerito diverse vie per dare all'Eurozona una capacità fiscale più forte di quella dell'attuale ESM (per esempio Ubide, 2015, Corsetti *et al.*, 2016; Tabellini, 2017).

Secondo l'efficace sintesi di Baglioni, Bordignon (2018), in linea generale queste proposte prevedono il trasferimento di una parte delle risorse fiscali dei paesi membri (l'1% del loro Pil) all'ESM o a una qualche nuova autorità fiscale da definire per un lungo periodo di tempo (per esempio 50 anni). A fronte di questi impegni di pagamento l'ESM o chi per lui potrebbe emettere degli *stability bond*. In periodi “normali” questi bond verrebbero girati indietro ai paesi membri in proporzione ai loro pagamenti e potrebbero essere utilizzati per ricomprare i propri titoli del debito pubblico. In periodi eccezionali la stessa autorità fiscale europea (o direttamente l'ESM) potrebbero usare questi bond per sostenere le economie colpite dagli shock (simmetrici o asimmetrici che siano), attraverso programmi di spesa più o meno mirati.

Il principale merito di queste proposte è anche il loro principale limite. Gli *stability bond* sono apparentemente oggetti *multi-task*: facilitare il servizio del debito esistente e ridurre il peso; completare l'unione finanziaria fornendo un fondo di ultima istanza per risolvere le crisi bancarie e fornire l'assicurazione dei depositi; creare un *safe asset*, che le banche europee possano utilizzare per diversificare i propri portafogli (cioè ridurre la propria esposizione al debito del “proprio” governo nazionale e con essa il famoso *doom loop*) e fornire il *collateral* richiesto dalla BCE per le sue operazioni di mercato aperto e, infine, costituire il fondo cui attingere per politiche di contrasto degli shock simmetrici o asimmetrici che siano (Ubide, 2015). Forse troppi compiti per un solo strumento e, soprattutto, commistione tra passato (il debito contratto dagli stati membri negli anni scorsi) e futuro (l'azione anti-ciclica). Vero che formalmente gli *stability bond* non implicherebbero trasferimenti tra paesi membri.

⁹ Si rinvia al Cap.4.

Tuttavia ci sarebbe certamente un crescente grado di *risk sharing* sui debiti tra i paesi membri. Cioè precisamente quello (come abbiamo visto) che i paesi del Nord non vogliono. Per rendere digeribile una certa dose di *risk sharing*, i proponenti suggeriscono che alla nuova autorità fiscale europea vengano conferiti ampi poteri sui bilanci dei paesi membri, fino a porre il veto sui loro bilanci (come suggerito da Sapir e Wolff, 2015). Il che renderebbe l'intero pacchetto inaccettabile per i paesi del Sud.

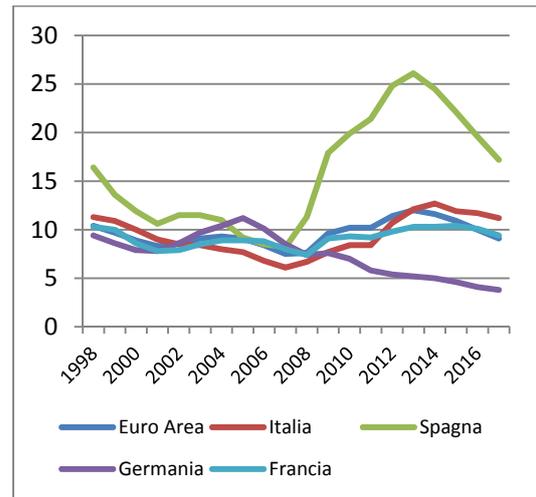
2.4 Rainy day funds

Con minori ambizioni degli stability bonds, ma maggiore focalizzazione sui problemi di contrasto degli shock asimmetrici più gravi, il Fondo Monetario Internazionale ha di recente invocato la costituzione di uno o più *rainy day funds* per l'Eurozona (Arnold N. *et al.*, 2018). Tra i possibili impieghi di questo genere di fondi ha ricevuto particolare attenzione un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione. Vediamo di che si tratta.

La ripresa ciclica in corso non può far dimenticare che la (doppia) recessione seguita alla crisi finanziaria del 2008 è durata, in alcuni paesi, fino al 2014 ed ha portato alla disoccupazione record del 12% per l'insieme dell'Eurozona nel 2012-13, insieme a un tasso di occupazione sceso al 56%. Oggi che il tasso di occupazione nell'Eurozona è risalito a livelli pre-crisi (58%) e il tasso di disoccupazione è sotto il 9% (7,2% nel 2007), rimane ancora alta la percentuale degli occupati part-time (22,4% contro il 19,2 del 2007). Tuttavia il ventaglio dei tassi di disoccupazione si è decisamente ampliato con la crisi e non si è ancora chiuso (FIG. 7). Le istituzioni dell'Unione monetaria non sono riuscite a proteggere adeguatamente i cittadini europei dalle conseguenze

dell'asimmetrico aumento della disoccupazione, con conseguente aggravamento del profondo ciclo negativo in alcuni paesi del Sud.

FIG. 7 - Tasso di disoccupazione



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, Ameco

Un'assicurazione europea contro la disoccupazione (o un sussidio di disoccupazione europeo) sarebbe lo strumento migliore per frenare la caduta della domanda aggregata, ampliando la platea degli assicurati oltre i confini nazionali e quindi permettendo la copertura anche in caso di shock asimmetrici (di dimensioni differenti e/o di segno opposto). I sussidi di disoccupazione, infatti, sono tipicamente anti-ciclici, agiscono rapidamente e hanno moltiplicatori elevati nelle fasi di recessione. Inoltre, la disoccupazione e i suoi cambiamenti possono essere misurati facilmente al contrario del famoso *output gap*. Secondo le simulazioni condotte in uno studio del Ceps di Bruxelles (Beblavý, Gros, Maselli, 2015), per esempio, con un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione pienamente funzionante, il Pil spagnolo del 2012 avrebbe potuto essere dell'1,6% più alto di quanto non sia stato effettivamente. Ovvero un



tale sistema avrebbe assorbito più del 40% della caduta di Pil che si era registrata tra 2010 e 2012 in Spagna. I soli sussidi di disoccupazione nazionali non solo non permettono una condivisione dei rischi tra cittadini di diversi paesi ma possono trovarsi a corto di fondi proprio nei paesi dove la crisi è più grave, per esigenze di risanamento dei conti pubblici.

Come hanno chiarito Beblavý e Lenaerts (2017), sempre del Ceps, in un recente lavoro per la Commissione Europea, un sistema di sussidi di disoccupazione europei può articolarsi in due forme diverse: uno schema “puro” - in cui un fondo europeo alimentato da contributi nazionali paga direttamente i benefici previsti ai disoccupati dei diversi paesi - o uno schema “equivalente” - in cui il fondo europeo paga ai fondi nazionali, che a loro volta erogano i sussidi ai disoccupati. In questo secondo caso il fondo europeo svolge un ruolo di riassicurazione. Le ragioni per ricorrere a uno schema “equivalente” stanno nelle difficoltà di ordine politico, tecnico e giuridico che si incontrerebbero con uno schema “puro”, dal momento che questo configurerebbe un passo troppo netto nella direzione di un bilancio comune dell'Eurozona. Gli altri problemi che qualsiasi sistema di assicurazione della disoccupazione misto (europeo e nazionale) deve affrontare sono la tentazione dei governi nazionali di scaricare gli oneri sulle risorse comuni e il timore che un fondo europeo inneschi un trasferimento permanente di risorse dagli stati del Nord (strutturalmente a bassa disoccupazione) a quelli del Sud, dove la disoccupazione tende ad essere permanentemente più alta.

Proprio con lo scopo di far fronte a tutte queste difficoltà, un gruppo di economisti e giuristi tedeschi e spagnoli (Dullien *et al.*, 2017) hanno lo scorso anno messo a punto una proposta di

compromesso, che fa leva anche su diversi contributi del nostro Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF, 2016; 2016a; 2016b). Uno schema “equivalente”, secondo cui ogni paese dovrebbe pagare ogni anno lo 0,1% del suo Pil a un fondo europeo per la disoccupazione. L'80% di tali versamenti verrebbero accreditati su un conto nazionale, mentre il 20% confluirebbe in un conto comune “per i giorni di pioggia”. Qualora il conto nazionale raggiunga l'1% del Pil del paese, i contributi a quel conto cesserebbero finché le riserve non scendessero nuovamente al di sotto della soglia. I sussidi verrebbero erogati dal conto nazionale a un paese qualora il tasso di disoccupazione in quel paese salisse dello 0,2% al di sopra della sua media degli ultimi 5 anni. Il massimo erogabile per disoccupato sarebbe pari al 25% del salario medio. Quando lo shock fosse molto ampio (un aumento del tasso di disoccupazione del 2%), si attiverebbe anche il conto comune, in misura crescente al crescere della disoccupazione.

Il meccanismo può ammettere deficit cumulati per ogni paese fino a un massimo del 2% del suo Pil, finanziabili mediante prestiti dagli altri conti nazionali o, qualora questi fossero esauriti, mediante l'emissione di debito del fondo europeo sui mercati finanziari (una sorta di Euro Unemployment Bond). Debito garantito dai contributi che ciascun paese verserà a crisi rientrata. Al fine di ridurre il timore di trasferimenti permanenti, i paesi che abbiano accumulato un deficit di oltre lo 0,5% del Pil sul proprio conto nazionale dovrebbero pagare un contributo più alto dello standard (come detto 0,1% del Pil) quando la disoccupazione sia scesa di più dello 0,5% rispetto alla media dei tre anni precedenti. Un meccanismo di *claw back* che avrebbe il pregio di non essere pro-ciclico.

Da notare che, in una recente intervista a *Der Spiegel*, il nuovo Ministro delle Finanze tedesco

Olaf Scholz riprende l'idea del Presidente francese Macron di varare progetti che aiutino ad accrescere la solidarietà in Europa. E precisa che il primo di questi progetti dovrebbe essere proprio uno schema di riassicurazione europea per garantire sussidi di disoccupazione ai paesi che subiscano shock molto forti, a cui i sistemi nazionali di assicurazione non riescano a far fronte. Interessante che Scholz si esprime chiaramente a favore di una tassa europea sulle transazioni finanziarie e della cosiddetta *digital tax* per alimentare il bilancio europeo e finanziare lo sviluppo economico. Allo stesso tempo, Scholz dice di ritenere della massima importanza che vengano allineate le regole dei diversi paesi europei circa la tassazione dei profitti d'impresa, "in modo che le grandi compagnie non possano mettere un paese europeo contro l'altro".

La presa di posizione di Scholz non significa che un *rainy day fund* da destinarsi all'assicurazione europea contro la disoccupazione sia cosa fatta, o anche solo che sia cosa ottenibile con facilità. Significa però che parlare di queste cose nell'Eurozona di oggi non è più proibito e che qualcuno anche a Berlino (oltre che a Parigi) guarda alla riforma dell'area euro e al tema delle politiche da mettere in campo per affrontare gli shock asimmetrici con occhi più attenti e benevoli di qualche tempo fa. Se non ora quando?

Riferimenti bibliografici

- Ademmer E. *et al.*, 2016, Euro-Area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy, European Parliament, PE 574.425
- Arnold N. *et al.*, 2018, A central fiscal stabilization capacity for the Euro Area, IMF Staff Discussion Notes, 18/03.
- Bak, H. e S. Maciejewski (2017), "The symmetry of demand and supply shocks in the European Monetary Union", *Bank i Kredyt*, Narodowy Bank Polski, vol. 48(1), p. 1-44.
- Baglioni A., Bordignon M., 2018, The future of fiscal policy in the Euro-Area, *mimeo*, Università Cattolica
- Bańkowski K., Ferdinandusse M., 2017, Euro area fiscal stance, ECB Occasional Paper Series, No. 182.
- Bayoumi, T. e B. Eichengreen (1993), "*Shocking Aspects of European Monetary Integration*", in F. Torres and F. Giavazzi (editori), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Bayoumi, T. e B. Eichengreen (2017), "Aftershocks of Monetary Unification; Hysteresis with a Financial Twist", NBER Working Papers 23205, National Bureau of Economic Research.
- Beblavý M., Gros D., Maselli I., 2015, Reinsurance of national unemployment benefit schemes, CEPS working document, 401, 2015.
- Beblavý M., Lenaerts K., 2017, Feasibility and added value of a European unemployment benefits scheme, European Commission - CEPS, Bruxelles.
- Bénassy-Quéré A., 2016, Euro-Area fiscal stance: from theory to practical implementation, Cesifo Working Paper No. 6040.

- Blanchard, O. e D. Quah (1989), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, vol. 79(4), p. 655-673.
- Boitani A., 2012, Il baco dell'Unione monetaria: l'assenza di una politica fiscal federale, in Carlomagno, *Euro. Ultima chiamata*, Milano, Francesco Brioschi editore, pp. 99-120.
- Boitani A., Perdichizzi S., 2018, Public Expenditure Multipliers in Recessions. Evidence from the Eurozone, DEF Working Paper No. 68 (March 2018) Università Cattolica.
- Boitani A., Tamborini R., 2016, New Institutions for an Effective EU and EMU Governance: A Brief Introduction, *Politica Economica/Journal of Economic Policy*, (3) pp. 375-386.
- Campos, N., J. Fidrmuc and I. Korhonen (2017), "Business cycle synchronisation in a currency union: Taking stock of the evidence", Bank of Finland Discussion Paper 28/2017.
- Campos, N. e C. Macchiarelli (2016), "Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 years later", *Economics Letters*, vol. 147, p. 127-130.
- Corsetti G. *et al.*, 2016, Macroeconomic stabilization, monetary-fiscal interactions, and Europe's monetary union, ECB Working Paper Series, No. 1988.
- De Long B., Summers L.H., 2012, Fiscal policy in a depressed economy, *Brookings Paper on Economic Activity*, pp. 233-274.
- Dullien S. *et al.*, 2017, Fit for purpose: a German-Spanish proposal for a robust European Unemployment Insurance, Friedrich Ebert Stiftung, Madrid.
- Fatás, Summers L.H., 2016, The permanent effects of fiscal consolidations, NBER Working Paper No. 22374
- Giavazzi, 2016, Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy, European Parliament, PE 574.426.
- Landi L., 2015, I saldi strutturali nell'ambito delle nuove regole europee, LUISS-Fondazione Visentini, 17 marzo 2015.
- MEF, 2016, European Unemployment Benefit Scheme, Ÿ
- MEF, 2016a, A European Unemployment Benefit Scheme: nine clarifications,
- MEF, 2016b, Simulations on the European Unemployment Benefit Scheme for the 1999-2015 period.
- Sapir A., Wolff G., 2015, Euro Area governance: what to reform and how to do it, Bruegel Policy Brief, 27 febbraio.
- Tabellini G., 2017, Which fiscal union?, *mimeo*, Università Bocconi.
- Truger A., 2016, The Golden Rule of Public Investment - a Necessary and Sufficient Reform of the EU Fiscal Framework?, IMK, Macroeconomic Policy Institute Working Paper, No. 168.
- Ubide A., 2015, Stability bonds for the euro area, Peterson Institute Policy Brief, PB 15-19.



4. DALL'ESM ALL'EMF. LA TRASFORMAZIONE DELLO EUROPEAN STABILITY MECHANISM NELLO EUROPEAN MONETARY FUND*

La riforma istituzionale delle dimensione fiscale dell'Eurozona trova uno dei suoi punti più controversi – esposto nel documento di riflessione della Commissione Europea del Maggio scorso (Commissione, 2017b) – nella proposta di costituire un Fondo Monetario Europeo¹ (European Monetary Fund, EMF), frutto dell'evoluzione dell'attuale Meccanismo Europeo di Stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

La proposta ha suscitato un intenso dibattito, caratterizzato da divergenti opinioni relative alla desiderabilità di sviluppare l'ESM/EMF lungo direttrici tra loro molto diverse (Wolff, 2017). Da un lato vi è infatti la *Juncker view*, secondo cui la Commissione dovrebbe assumere un ruolo ancora più centrale nella gestione delle crisi sovrane, rafforzando idealmente il percorso avviato dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (European Financial Stability Fund, EFSF) e attualmente proseguito dall'ESM. Dall'altro vi è invece la *Schauble view* – esplicitata nell'ormai famoso *non paper* dello scorso mese di Ottobre – secondo cui il ruolo della Commissione in seno all'ESM andrebbe decisamente ridotto a favore di una maggiore

coinvolgimento dei singoli stati nazione, che eserciterebbero funzioni di vigilanza fiscale anche in tempi “normali”.

In quanto segue passiamo in rassegna i punti principali del dibattito cercando di delineare le principali divergenze emerse in vista del summit europeo del 28-29 giugno prossimo.

1. Lo status quo: European Stability Mechanism

E' fuor di dubbio che l'architettura istituzionale dell'Eurozona esistente prima del 2011 fosse inadeguata per gestire e risolvere una crisi finanziaria – di natura sovrana e/o bancaria (Commissione Europea, 2017a; Sapir e Shoenmaker, 2017; Regling, 2018). Una delle prime innovazioni istituzionali che hanno consentito di fronteggiare la crisi greca è stata la costituzione dello European Financial Stability Fund (EFSF) – un Fondo avente originariamente una natura esclusivamente temporanea – che è andato a sostituirsi alla rete di accordi di finanziamento bilaterale erogati dai paesi dell'Eurozona alla repubblica greca. Tuttavia, è risultato subito chiaro che l'Eurozona avesse bisogno di un Fondo Salva Stati su base permanente. Da qui la decisione di trasformare l'EFSF nell'EMF².

Nell'Ottobre 2012 viene ufficialmente costituito l'ESM che gode inizialmente di un capitale versato di 81 mld. di Euro, cui corrisponde una capacità di erogare prestiti e assistenza finanziaria per un totale di 500 mld. Euro (TAB. 1). L'ESM – che raccoglie le proprie risorse emettendo titoli obbligazionari che godono di un elevato merito di credito – diventa a tutti gli

* a cura di Marco Lossani

¹ Va detto con assoluta chiarezza che tale proposta non è altro che la riproposizione di una vecchia idea. Il primo vero antesignano dell'*European Monetary Fund* è il Fondo Europeo di Riserva che avrebbe dovuto essere costituito già sul finire degli anni '50 su suggerimento di Robert Triffin. In tempi più recenti, la proposta è stata avanzata da Buiter, mentre poco prima dello scoppio della crisi dei debiti sovrani in Europa, Gros e Mayer (2010) avevano prospettato la costituzione di un EMF.

² Attualmente, l'EFSF (che non può più erogare prestiti) è un'entità legalmente separata da ESM, con cui invece condivide strutture e personale.



effetti il più grande Fondo Salva Stati di carattere regionale.

TAB. 1 - Le caratteristiche dell'ESM (mld.Euro)

Capitale sottoscritto	705
Capitale versato	81
Capacità massima di prestito	500
Capacità residua di prestito (Gennaio 2018)	378

Fonte: Commissione Europea

Dal momento della sua costituzione, l'ESM diventa il prestatore di ultima istanza dei sovrani dell'Eurozona, in difficoltà tale da perdere (o vedere fortemente limitato) l'accesso ai mercati. Nell'arco di poco tempo, l'ESM fornisce assistenza finanziaria a Grecia, Cipro e anche alla Spagna, cui eroga risorse utilizzate per la ricapitalizzazione del suo sistema bancario (TAB. 2)

L'assistenza finanziaria ai sovrani in crisi viene concessa al termine di un processo decisionale che vede coinvolti (Unione Europea, 2012; Art.13) la Commissione europea, la BCE e il FMI³ (i componenti della famigerata Troika).

Normalmente il piano di assistenza viene attivato dopo che il paese interessato ha sottoscritto un protocollo d'intesa, al termine di un processo volto a valutare

³ Il Trattato costitutivo dell'ESM prevede una stretta cooperazione – sia a livello tecnico che finanziario – con il Fondo Monetario Internazionale e menziona esplicitamente la possibilità che “...lo Stato membro della zona Euro che richiederà l'assistenza finanziaria dal ESM rivolgerà, ove possibile, richiesta analoga al FMI”. Tuttavia, l'ESM usufruisce di uno status di creditore privilegiato inferiore a quello riconosciuto al FMI.

- la presenza di un rischio per la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso o dei suoi membri;
- la sostenibilità del debito pubblico del paese interessato all'assistenza finanziaria.

e che è caratterizzato da

- tassi di interesse inferiori a quelli di mercato⁴, che hanno consentito un notevole risparmio di risorse per il sovrano in difficoltà (TAB. 3);
- condizionalità legata alla realizzazione di riforme strutturali (utili a ridurre le fragilità che hanno concorso allo scoppio della crisi).

TAB. 2 - L'assistenza finanziaria dell'ESM

Paese	Data avvio	Data fine	Ammontare (mld.Euro)		
			Concordato	Affidato	Rimborsi
Spagna ^	Nov12	Dic13	41.3	41.3	9.6
Cipro	Apr13	Mar16	9.0	6.3	0
Grecia	Ago15	Ago18	86.0	45.9	2.0

Fonte: Commissione Europea

^ Ricapitalizzazione sistema bancario

⁴ Nella fase più acuta della crisi greca, ESM ha erogato prestiti a tassi decisamente agevolati praticando un tasso di interesse senza alcun *penalty rate* (come invece sarebbe dovuto accadere secondo la logica della famosa Bagehot rule) (Wyplosz, 2017).



TAB. 3 - Stima dei risparmi generati dalla minor spesa per interessi sul debito sovrano (% del PIL)

Paese	2012	2013	2014	2015	2016
Grecia	1.6	3.7	4.3	4.6	5.6
Cipro	0.0	0.2	0.2	1.9	2.1
Spagna	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2

Fonte: Commissione Europea

Contemporaneamente all'istituzione dell'ESM, la BCE vara le *Outright Monetary Transactions* (OMT). Il combinato disposto di queste due innovazioni rende decisamente più robusta l'architettura istituzionale dell'Eurozona di fronte al rischio di nuove crisi. Tuttavia, l'incompletezza del processo di unificazione bancaria, gli scarsi progressi registrati sul fronte della realizzazione dell'unione del mercato dei capitali, unitamente ai vincoli che ancora gravano sull'operatività dell'ESM, rendono il sistema stesso ancora decisamente migliorabile (Sapir e Shoenmaker, 2017).

2. Perché un Fondo Monetario Europeo?

La costituzione di un Fondo Monetario Europeo è uno dei passi in avanti necessari per rafforzare l'assetto delle istituzioni europee, con l'obiettivo di creare le condizioni utili a garantire la stabilità finanziaria all'interno dell'Eurozona.

La sua costituzione trova ragione nella opportunità di poter contare su una istituzione che

- a) sia dotata di adeguate risorse finanziarie, ancora maggiori rispetto a quelle oggi esistenti, oltre che di adeguato supporto informativo e di una procedura decisionale snella utile per una gestione tempestiva di una situazione di crisi finanziaria;
- b) intervenga senza attendere l'entrata in gioco di soggetti terzi rispetto all'Eurozona –

come il Fondo Monetario Internazionale – che possono esercitare condizionamenti indesiderati, soprattutto da un punto di vista politico.

Il combinato disposto di a) e b) consente di comprendere perché sia necessaria un'istituzione – altra rispetto allo stesso Fondo Monetario Internazionale⁵ – che possa gestire (in modo complementare alla Banca Centrale Europea⁶) le situazioni di crisi fronteggiate da paesi membri che stiano sperimentando severi problemi di finanziamento.

3. La posizione della Commissione: Juncker view

Nel Dicembre 2017, la Commissione (2017b) integra le prime linee guida contenute nel *Reflection Paper* di maggio pubblicando una analisi più articolata dei passi necessari per realizzare l'approfondimento (*deepening*) dell'EMU, entro il 2025. Tra questi vi è anche la trasformazione dell'ESM in EMF.

La Commissione propone che l'ESM/EMF venga riconosciuto come soggetto giuridico unico ai sensi del diritto dell'Unione Europea, assumendo quindi il carattere di istituzione sovranazionale⁷. La natura sovranazionale dell'EMF risponde a due esigenze sostanziali: garantire efficienza e *accountability*.

⁵ Non andrebbe neppure dimenticato che nell'opinione di molti il Fondo Monetario Internazionale non disporrebbe di risorse finanziarie sufficienti per affrontare una crisi finanziaria all'interno di una economia avanzata relativamente grande, come potrebbe essere il caso di un paese dell'Eurozona (Wyplosz, 2017)

⁶ La BCE (2018) si è recentemente espressa a favore sia della costituzione dell'EMF che di uno stretto coordinamento tra EMF, Commissione e BCE stessa.

⁷ Al momento attuale ESM non è un'istituzione della Unione Europea. Di conseguenza non risponde del suo operato al Parlamento europeo e non è soggetta al controllo della Court of Auditors della Unione stessa.



E' noto che la risoluzione di una crisi finanziaria richiede decisioni prese in tempi brevi. L'attuale procedura decisionale – tipica degli istituti intergovernativi, come l'ESM – è l'esito di un processo di contrattazione che può comportare tempi lunghi, incoerenti con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria. Per favorire una processo rapido (*streamlined procedures*) la Commissione propone – nei casi di crisi conclamati – che la decisione di erogare assistenza finanziaria venga presa sulla base di una votazione a maggioranza qualificata rafforzata (85% dei voti complessivi, che corrispondono quasi ai diritti di voto posseduti dai 5 principali paesi dell'Eurozona, TAB. 4)⁸.

TAB. 4 - Quota di capitale e dei diritti di voto posseduti dai principali paesi membri dell'ESM

Paese	Quota percentuale
Francia	20.25
Germania	26.95
Italia	17.80
Olanda	5.70
Spagna	11.80

Fonte: Commissione Europea

Il superamento dell'attuale schema intergovernativo – che regola il funzionamento dell'ESM sulla base del principio di unanimità – non solo consente di abbreviare i tempi del processo decisionale, ma garantisce anche trasparenza e *accountability*⁹. Un requisito che

⁸ La votazione all'unanimità - che regola ancora oggi tutti i processi decisionali dell'ESM- verrebbe invece mantenuta quando le decisioni riguardano gli aumenti di capitale dell'EMF.

⁹ In occasione di un programma di assistenza finanziaria, la Commissione auspica anche lo sfruttamento di sinergie esistenti tra la Commissione

verrebbe soddisfatto sottoponendo l'operato dell'EMF al controllo del Parlamento europeo, della Commissione e del Consiglio¹⁰.

Oltre a riconoscere un nuovo status giuridico al futuro EMF, la Commissione auspica che ESM/EMF possa godere di maggiori

- risorse, attraverso lo sviluppo di nuovi strumenti di finanziamento, rispetto a quanto attualmente disponibile;
- funzioni, arrivando a diventare il *lender of last resort* per le banche in risoluzione.

Nella proposta della Commissione le risorse del EMF potranno essere utilizzate come sostegno comune di ultima istanza (*common backstop*) al SRF (*Single Resolution Fund*). Mediante l'apertura di linee di credito o la concessione di garanzie, l'EMF potrà agire come *backstop* in caso di inadeguatezza del SRF. Un ESM che diventasse il *lender of last resort* per l'industria bancaria dell'Eurozona contribuirebbe a rafforzare la credibilità del SRB e quindi la fiducia nel sistema bancario dell'Eurozona. Un obiettivo importante, soprattutto dopo che il *doom loop* del 2011-12 ha dimostrato come la stabilità finanziaria dell'Eurozona – nonché la stessa sopravvivenza della moneta unica – possa essere messa a rischio dalla instabilità delle banche e/o dei sovrani.

stessa e l'EMF, con un maggior coinvolgimento di quest'ultimo rispetto a quanto accade oggi con ESM.

¹⁰ Secondo Boone e Valleè (2017) il futuro EMF dovrebbe agire direttamente sotto la giurisdizione della Commissione Economica che in questi anni ha avuto modo di accumulare una notevole esperienza nella gestione delle crisi finanziarie. Peraltro mantenendo nelle mani della Commissione la direzione delle operazioni dell'ESM si garantirebbe comunque l'*accountability* necessaria per impedire una deriva verso una sorta di regime tecnocratico.

4. La posizione tedesca: Schauble view

Il “non documento” di Schauble (2017) condivide l’obiettivo di trasformare l’ESM nel EMF. Inoltre, contempla la possibilità – nel più lungo termine – di avviare la cessione di sovranità nazionale in ambito fiscale, centralizzando presso il futuro EMF il controllo delle regole fiscali già oggi vigenti. Tuttavia, Schauble chiarisce come la persistenza di squilibri (molti dei quali di carattere strutturale) mantenga ancora elevato il rischio di comportamenti opportunistici. Da qui, la chiara presa di posizione riguardante la necessità/opportunità di mantenere ancora in vita un’architettura istituzionale incentrata su di un approccio intergovernativo – basato sul controllo e sulle responsabilità fiscali a livello di singola nazione – utile a contenere il *moral hazard*. Solo al termine di un lungo processo di transizione (e non prima) il controllo e la responsabilità della politica fiscale verrà accentrata nell’ESM che gradualmente evolverà nell’EMF. A quel punto, in modo ben diverso da quante accade oggi nell’ESM, il futuro EMF sarà chiamato a monitorare l’andamento del rischio paese – verificando il rispetto degli impegni presi da ciascun paese membro attraverso la sottoscrizione del Fiscal Compact e del Patto di Stabilità e agendo di fatto come controllore delle condizioni della finanza pubblica nell’Eurozona (assumendo un ruolo che oggi è della Commissione)¹¹.

In secondo luogo, Schauble affronta esplicitamente il ruolo dell’EMF nella gestione di una crisi sovrana. In caso di conclamata insolvenza – dimostrata da una valutazione di

insostenibilità della posizione debitoria del sovrano – Schauble prevede l’attivazione automatica di una procedura di ristrutturazione ordinata del debito sovrano (*predictable debt restructuring mechanism*). L’attivazione sarebbe basata su inequivocabili principi stabiliti ex-ante e trascritti nel Trattato dell’ESM/EMF quali

- allungamento automatico delle scadenze;
- obbligo di realizzare un’efficace ristrutturazione, per ripristinare una condizione di sostenibilità del debitore sovrano in difficoltà;
- revisione della clausole CACs in essere – con esplicito riconoscimento del principio di *single limb aggregation* per annullare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei *creditor holdouts*.

Infine, Schauble assume una posizione decisamente interlocutoria rispetto alla possibilità di usare parte della dotazione finanziaria dell’ESM/EMF come *backstop* dello Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi (EDIS) e soprattutto del Fondo Unico di Risoluzione delle Crisi Bancarie (SRF). Una soluzione che Schauble ritiene possibile solo a condizione di una precedente, adeguata riduzione dei rischi bancari.

5. Due visioni a confronto

Le due posizioni nascondono una visione profondamente diversa per quanto riguarda natura e ruolo di una istituzione come il futuro EMF. In realtà, si tratta di un contrasto non nuovo (Bruno, 2018) che riflette visioni contrapposte che nel corso degli ultimi anni si sono sviluppate lungo almeno tre dimensioni riguardanti

¹¹ Secondo Boone e Vallée (2017) la proposta di Schauble consiste nella fornitura di una modesta rete di sicurezza in cambio di una notevole intrusione nella gestione delle politiche da parte degli stati nazione.



- la natura – sovranazionale piuttosto che intergovernativa – di quelle istituzioni che inevitabilmente giocheranno un ruolo importante nel futuro scenario europeo;
- il ruolo – di mera correzione ex-post piuttosto che di una vera e propria azione disciplinante ex-ante – che le politiche gestite dalle istituzioni possono svolgere rispetto agli squilibri esistenti o in divenire;
- la sequenza temporale – tra politiche di *risk sharing* e di *risk reduction* – che le istituzioni comunitarie e i singoli paesi dovranno avviare per realizzare il vero e proprio *deepening* dell’Unione Monetaria.

Da un lato, la visione della Commissione sembra scontare l’esistenza di uno scenario europeo in cui i rischi sono relativamente contenuti e le divergenze tra gli interessi nazionali modeste. E’ significativo a tale proposito che termini quali *moral hazard* e *debt restructuring mechanism* – che sono al cuore della prima sezione del “non paper” di Schauble – non vengano neppure menzionati nel documento predisposto dalla Commissione. Eppure non si può negare la presenza nella zona Euro di un problema di *moral hazard*. Così come è difficile negare che un sovrano insolvente possa – sotto certe condizioni – riguadagnare in tempi relativamente brevi l’accesso al mercato se ha ristrutturato almeno parte del suo debito.

Dall’altro, la visione proposta da Schauble parte da presupposti radicalmente diversi. La presenza di rischi e di fragilità strutturali all’interno di alcuni sistemi nazionali esacerba la possibilità di *moral hazard* e di situazioni di crisi. Diventa perciò naturale (o quasi) – secondo la *Schauble*

view – costruire una *governance* europea¹² in cui vengano favorite le riforme strutturali e predisposte delle politiche di stabilizzazione per far fronte a shock (sia globali che locali), e in cui la responsabilità e il controllo delle politiche fiscali venga mantenuta presso una istituzione (l’attuale ESM che evolverà nel futuro EMF) – gestita secondo un approccio intergovernativo – avente un duplice mandato:

- *crisis prevention*, attuata mediante esercizio del monitoraggio delle politiche fiscali nazionali utile a contenere moral hazard
- *crisis management*, realizzata seguendo regole prestabilite che prevedono anche il ricorso automatico a procedure di debt restructuring.

Inoltre, l’utilizzo delle risorse dell’ESM/EMF per fornire un *backstop* a vantaggio di altre istituzioni comunitarie è semplicemente considerato uno scenario troppo ambizioso. Per non parlare della eventuale mutualizzazione del debito, giudicata da Schauble come un’opzione addirittura pericolosa per la stabilità dell’intera Eurozona.

Come conciliare approcci così diversi? Sembra difficile arrivare in tempi brevi a un accordo che possa mediare posizioni decisamente distanti. Per poter comprendere eventuali mutamenti delle posizioni negoziali è necessario innanzitutto esaminare costi e opportunità connessi alle diverse proposte. Ad una prima analisi, la piattaforma negoziale tedesca – più ancora della proposta della Commissione – presenta diversi aspetti critici che potrebbero seriamente ostacolare la realizzazione della fase di *deepening* unitamente alla realizzazione di

¹² La *governance* europea deve comunque porsi l’obiettivo di favorire la realizzazione nel più lungo periodo di una *Stability Union*.



una certa coesione all'interno dell'Eurozona (Baglioni e Bordignon, 2017).

In primo luogo, conferire all'ESM/EMF la responsabilità di un continuo monitoraggio dei comportamenti fiscali dei singoli stati costituisce un'opzione rischiosa. Sottrarre alla Commissione la sorveglianza fiscale dei paesi dell'Eurozona equivale a delegare a un organismo tecnocratico (quale l'EMF intergovernativo nella versione proposta da Schauble) una funzione che non può e non deve essere ricondotta a una applicazione meramente meccanicistica delle regole fiscali. Onde evitare di ricadere in fasi cicliche estremamente negative – esito della materializzazione di contingenze impreviste e di una applicazione meccanica delle regole – è opportuno che la sorveglianza fiscale venga esercitata con flessibilità da parte di un organo che abbia una chiara legittimazione politica per agire in tal modo

In secondo luogo, suscita ancora maggiori perplessità la proposta di conferire all'ESM/EMF il potere di imporre una ristrutturazione automatica (ancorchè ordinata) del debito pubblico del paese che richiede assistenza finanziaria¹³. E' del tutto evidente che la definizione di procedure prestabilite riduce incertezza e limita anche l'insorgere di *moral*

hazard. Tuttavia, non va dimenticato come proprio la definizione di una procedura come la ristrutturazione automatica del debito possa accentuare il rischio di una crisi finanziaria che si autorealizza (vedasi approfondimento contenuto nel BOX).

La possibile dinamica degli eventi seguirebbe un copione già sperimentata in occasione della tristemente famosa dichiarazione Merkel-Sarkozy a Deauville nell'Ottobre 2010. La semplice aspettativa di richiesta di assistenza finanziaria all'EMF da parte di un paese, verrebbe associata alla riduzione automatica di parte del suo debito sovrano. Il premio al rischio sui titoli sovrani del paese in difficoltà – e anche degli altri paesi con elevato debito pubblico – crescerebbe istantaneamente. Il conseguente incremento del servizio del debito spingerebbe verso un ulteriore deterioramento dei conti di finanza pubblica. Il rischio di crisi finanziaria si materializzerebbe prima ancora che il debitore sovrano in difficoltà chieda e ottenga l'assistenza finanziaria all'ESM/EMF! operative. Una condizione che – come visto nel caso precedente – non solo richiede la presenza di uno staff qualificato e competente ma anche l'esistenza di una struttura che sia politicamente legittimata per poter usare discrezionalità.

¹³ Anche in questo caso va sottolineato come la proposta di Schauble sia tutto fuorchè nuova. Di *orderly sovereign default* si parla da moltissimo tempo (e con riferimento a contesti non necessariamente europei). Rispetto all'Eurozona, Gros e Meyer (2010) avevano proposto che il futuro EMF fosse posto alla guida di un processo di ristrutturazione ordinata del *default* sovrano che gestisse la conversione del vecchio debito in nuovo applicando un *haircut* predeterminato tale da consentire il raggiungimento del rapporto debito PII (60%) previsto dal Trattato di Maastricht.



BOX: Orderly debt restructuring: soluzione o problema? Qualche lezione dalla recente storia europea

Il default di un sovrano¹⁴ dell'Eurozona costituiva – sino a non molti anni fa – un *taboo* assoluto. Ancora nelle fasi iniziali della crisi greca il Commissario Almunia affermava “ *No, Greece will not default. In the euro area, the default does not exist*”. Una posizione di questo tipo era motivata dalla convinzione che i costi di un *sovereign default* fossero decisamente maggiori dei potenziali benefici, per diversi motivi (Panetta, 2011). In particolare si riteneva che – all'interno di un'area fortemente integrata come l'Eurozona – il *default* avrebbe innescato effetti negativi veicolati da canali di interdipendenza e contagio (tra paesi e tra settori) tali da dominare i benefici dovuti agli effetti positivi sulla crescita del sovrano in crisi, indotti dalla parziale soluzione del suo *debt overhang*. Inoltre il convincimento che nell'Eurozona il *sovereign default* fosse impossibile era anche sostenuto dalla (iniziale) piena credibilità attribuita alla *no bail-out clause* e al Patto di Stabilità e Crescita contenuti nel Trattato di Maastricht. Le regole fiscali del PSC unite alla *no bail out clause* equivalevano – secondo l'interpretazione più ottimista – a escludere la possibilità che un sovrano avrebbe assunto una posizione debitoria insostenibile

¹⁴ Con il termine *sovereign default* si possono identificare almeno due condizioni: la incapacità/indisponibilità del sovrano a soddisfare i suoi impegni finanziari; l'avvio di una procedura legale formale (*debt restructuring*) che si pone l'obiettivo di risolvere una situazione di insolvenza o di illiquidità, alterando i termini originali del contratto a danno dei creditori (per esempio imponendo un *haircut* o un allungamento delle scadenze). Questo è il motivo per cui, anche nella letteratura tecnica, i termini *sovereign default* e *sovereign restructuring* sono spesso considerati sinonimi.

(Whelan, 2013). Ciò rimuoveva *de facto* la possibilità di una ristrutturazione del debito e quindi generava la scomparsa (o quasi) del *default risk* (anche nei confronti del sovrano meno disciplinato). Il conseguente basso livello dei tassi di interesse rendeva il debito sostenibile. Ex-post, credere alla impossibilità della ristrutturazione del debito era quindi corretto! Come nel più classico equilibrio di aspettative che si auto-realizzano.

Come è noto, i fatti hanno seguito un corso ben diverso. Dopo che per quasi 10 anni gli spread sovrani si mantengono su livelli pressoché nulli – confermando l'esistenza di un circolo (apparentemente) virtuoso sostenuto da aspettative che si auto-realizzano – nel 2009-10 si evidenzia una condizione di insostenibilità per le finanze pubbliche greche. La crisi del sovrano greco spinge verso la creazione di nuove istituzioni (EFSF e successivamente ESM) capaci di erogare prestiti condizionati, che tuttavia si rivelano inadeguati. Si rende quindi necessaria la ristrutturazione del debito greco, con costi non indifferenti sia per i debitori che per i creditori. Un default sovrano diventa nei fatti possibile all'interno dell'Eurozona¹⁵, senza dover necessariamente comportare l'abbandono dell'Unione Monetaria¹⁶.

Lo scenario di crisi scatenato dalla Grecia, affrontato con un assetto istituzionale allora del tutto inadeguato, spinge la Cancelliera Merkel ad auspicare – nel discorso di fronte al Bundestag nel Maggio 2010 – “...la necessità di

¹⁵ Un osservatore informato come Brad Setser arriva scrivere “...the euro area has pioneered, in Greece, some innovative techniques for sovereign restructuring. It taught policy makers that sovereign default can be restructured within the euro”.

¹⁶ Ciò non impedisce – durante la fase più acuta della crisi – la diffusione di aspettative di uscita dall'Eurozona che contribuiscono a rendere ancora più grave la situazione vissuta dall'economia ellenica.

sviluppare una procedura per gestire in modo ordinato l'insolvenza di uno stato". Il passo successivo è la ripresa di tale logica nella (famigerata) dichiarazione congiunta¹⁷ di Deauville: la creazione dell'ESM deve essere subordinata a un emendamento dei Trattati europei, che a partire dal 2013 debbono recepire l'automatico coinvolgimento del settore privato (*Private Sector Involvement*, PSI) nella risoluzione delle crisi del debito sovrano nella zona Euro. La reazione dei mercati è immediata. I tassi di interesse sul debito sovrano dei PIIGS schizzano verso l'alto, scatenando un effetto contagio che induce a più miti consigli l'asse Merkozy. Aniché istituire un vero e proprio *debt restructuring framework*, si menziona semplicemente la possibilità di ricorrere al PSI. L'unica vera innovazione è costituita dalla inclusione delle *Collective Action Clauses* (CACs) in tutte le emissioni di titoli sovrani successive al 1 Gennaio 2013 (Weder de Mauro e Zettlemeyer, 2017). Al fine di impedire che anche un singolo creditore possa rifiutarsi di partecipare a un'operazione di ristrutturazione del debito(re) sovrano di cui possiede titoli (con l'obiettivo di ottenere dei termini di ripagamento migliori rispetto a quelli garantiti ai creditori che hanno eventualmente aderito al piano di ristrutturazione offerto dal sovrano) si inserisce una clausola di azione collettiva (CAC) nel contratto che regola le obbligazioni sovrane. A partire dal 1 Gennaio 2013, è sufficiente che il 66,6% dei sottoscrittori di una certa emissione sovrana aderisca al piano di ristrutturazione per rendere quello stesso piano vincolante anche per il residuo 33,3% dei sottoscrittori la stessa emissione.

¹⁷ La dichiarazione è resa congiuntamente da Merkel e Sarkozy, allora Presidente della Repubblica francese, nell'Ottobre 2010.

E' all'interno di questo scenario che prende le mosse Schauble (2017) con la proposta – contenuta nel “non paper” – che si articola su tre punti:

Allungare automaticamente le scadenze dei titoli del sovrano in difficoltà, non appena ESM/EMF approvi programma di assistenza finanziaria;
Definire una procedura automatica e ordinata di ristrutturazione del debito (*orderly debt restructuring*), non appena il sovrano in difficoltà di finanziamento chieda assistenza finanziaria all'ESM/EMF;

Adottare il principio di *single limb aggregation*, limitando i costi generati dalla presenza di *creditor holdouts*.

Il primo e l'ultimo punto della proposta di Schauble non sollevano particolari controversie. L'allungamento delle scadenze è parte consolidata di un processo di ristrutturazione del debito. Normalmente viene concepito con l'obiettivo immediato di ridurre l'onere del debito fronteggiato dal sovrano in crisi, per favorire la sostenibilità del debito in essere, al fine di generare una maggior crescita nel medio termine¹⁸.

L'introduzione del principio di *single limb aggregation* costituisce una pratica invocata sempre più spesso – a partire dalla proposta avanzata dall'International Capital Market Association, ICMA, nel 2014 – per rendere ancor meno difficoltoso e più efficace il processo di ristrutturazione del debito, stabilendo che i detentori dei titoli sovrani in difficoltà vengono trattati come a una singola classe. L'obiettivo intermedio è infatti quello di

¹⁸ Tuttavia, Reinhart e Trebesch (2014) mostrano come l'allungamento delle scadenze (e la riduzione dei tassi di interesse sui contratti oggetto di ristrutturazione) normalmente non sono associati a una decisa ripresa della crescita, e neppure a un miglioramento dei rating sovrani.



limitare ulteriormente pratiche opportunistiche realizzate dai *creditor holdouts* che – sfruttando i bassi prezzi dei titoli sovrani durante la crisi – acquistano un numero sufficiente di obbligazioni sovrane (appartenenti alla stessa emissione) per costituire una minoranza con diritto di veto che si oppone alla ristrutturazione. Una condizione effettivamente realizzatasi in occasione della crisi greca, quando sui 35 bond (soggetti alla legislazione di Londra) su cui la repubblica ellenica aveva dichiarato default, ben 16 non vengono fatti oggetto di ristrutturazione in quanto non era stata raggiunta la soglia minima di *bondholder* consenzienti (Zettlemeyer, Trebesch e Gulati 2013). Introducendo una clausola *single limb*, la soglia critica si applica a tutte le emissioni considerate in aggregato su cui il sovrano realizza default, anziché a una singola emissione alla volta¹⁹. La ristrutturazione diventa così più semplice e meno costosa.

E' invece il secondo punto della proposta Schauble a sollevare maggiori perplessità. La definizione di una procedura di ristrutturazione ordinata viene giustificata da Schauble in quanto consente di contenere considerevolmente il rischio e l'incertezza fronteggiate dai creditori e dai debitori. Un punto in sé ampiamente condivisibile. Decisamente più discutibile è invece la caratteristica di automaticità della ristrutturazione. Se esiste un istituto come ESM/EMF in grado di provvedere all'assistenza finanziaria del sovrano in crisi (che sta per perdere o ha perso l'accesso ai mercati) la ristrutturazione del debito è davvero sempre

¹⁹ Secondo tale proposta una super-maggioranza dei creditori (pari ad almeno il 75% dei detentori di tutti gli strumenti interessati da default) può decidere a favore di una ristrutturazione del debito, anche quando la maggioranza dei detentori di una singola categoria di bond interessati dal default fosse contraria.

necessaria? Perché se rimane il dubbio che non lo sia, allora mai (e poi mai) e poi mai dovrebbe essere automatica. Esiste infatti la possibilità che si venga a produrre un tipico equilibrio cattivo guidato da aspettative che si autorealizzano secondo un vero e proprio circolo vizioso (Weder de Mauro e Zettlemeyer, 2017). In presenza di sovrani fortemente indebitati, stabilire una procedura secondo cui potrà essere ottenuto un prestito (da un'istituzione come ESM/EMF) solo dopo avere ristrutturato il proprio debito può scatenare un *debt run* indotto dalla semplice aspettativa di richiesta del prestito all'ESM. Ex-post la crisi si manifesta così come il ricorso al prestito con ristrutturazione del debito, ma se ex-ante non si fossero generate queste aspettative l'equilibrio cattivo non si sarebbe necessariamente manifestato.

Il punto come al solito è molto controverso. Senza un chiaro *commitment device*, il sovrano indebitato non ha particolari incentivi a ridurre il suo debito: quindi la sua condizione di fragilità permane. Tuttavia, se il *commitment device* è costituito da una procedura di ristrutturazione automatica, ridurre le fragilità – ovvero avviare il processo di *risk reduction* da parte di un sovrano ad alto debito – diventa praticamente impossibile, in quanto ci si espone al rischio di crisi che si auto-realizzano (o quantomeno a massicce operazioni di sell-off dei titoli dei sovrani più fragile, come accaduto dopo la già ricordata dichiarazione di Deauville). Nel caso limite, paradossalmente, la fase di transizione caratterizzata dalla riduzione dei rischi auspicata da Schauble non prende mai l'avvio per via dell'esistenza di una procedura che funziona in modo perverso.

Inoltre non andrebbe neppure sottovalutato che una decisione così rilevante verrebbe affidata a una istituzione priva di *accountability*. La storia insegna come le crisi sovrane abbiano sempre avuto forti connotazioni politiche, soprattutto quando si è trattato di stabilire come ripartire l'onere dell'aggiustamento tra creditori e debitori (Wolff, 2017). Per di più, le analisi di sostenibilità del debito sovrano sono relativamente arbitrarie e hanno spesso condotto a conclusioni difformi (come peraltro accaduto nel corso dello svolgimento della crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona, quando IMF e Commissione hanno raggiunto sul tema in oggetto conclusioni contrastanti). Ration per cui sarebbe auspicabile che una decisione di questo tipo venisse affidata a un'istituzione che eviti l'uso meccanicistico di una serie di regole

Infine, la questione per certi versi più sostanziale – e foriera di ancora maggiori perplessità – attiene alla sequenza temporale con cui verrebbe gestito il processo di *risk reduction* e *risk sharing*. Secondo Schauble il *sequencing* ottimale prevede prima l'eliminazione/riduzione dei fattori di rischio e solo in un secondo momento l'avvio della fase di condivisione dei rischi. E' (quasi) superfluo sottolineare come un processo di questo tipo sia estremamente pericoloso sia per i singoli paesi che per l'Eurozona nel suo complesso.

6. Risk-sharing vs. risk-reduction

Dal punto di vista del singolo paese, un'esclusiva, iniziale concentrazione sulle misure di riduzione dei rischi (sia bancari che sovrani) può comportare effetti controproducenti. Ad esempio, nel tentativo di accelerare la riduzione dei rischi in capo al sistema bancario italiano, imporre dei limiti stringenti alla detenzione di titoli del debito pubblico italiano alle banche italiane può

comportare un duplice effetto negativo: un calo consistente delle quotazioni dei titoli del debito pubblico e un drastico peggioramento del valore del portafoglio titoli delle banche con la generazione di perdite, che rendono ancora più fragile lo stesso sistema bancario (che in linea di principio avrebbe dovuto invece irrobustirsi in conseguenza di questa misura)²⁰.

Dal punto di vista dell'unione monetaria nel suo complesso, un'esclusiva, iniziale concentrazione sulle misure di riduzione dei rischi comporta ancora una volta effetti controproducenti che mettono a rischio il funzionamento dell'intera unione. E' noto sin dai primi lavori sulle aree valutarie ottimali, che i meccanismi di condivisione del rischio giocano un ruolo fondamentale nel buon funzionamento di un'unione monetaria. Un sistema di federalismo fiscale costituisce (laddove presente come negli USA) un meccanismo di *public risk sharing ex-post*, in grado di attenuare le conseguenze negative di uno shock, una volta che questo si è manifestato. Al tempo stesso la capacità di assorbire le conseguenze di shock asimmetrici all'interno di un'unione monetaria dipende anche e soprattutto dalla presenza di meccanismi di *private risk sharing ex-ante*. Attraverso il funzionamento di mercati finanziari sviluppati e integrati – risultato del completamento di una vera e propria unione bancaria e del mercato dei capitali – e mediante il trasferimento di redditi da lavoro diventa possibile una condivisione del rischio generata da operazioni svolte dal settore privato.

Come sottolineato recentemente da Draghi (2018), lo sviluppo di efficaci meccanismi di *private risk sharing* – che producono effetti

²⁰ Una simile conclusione verrebbe raggiunta mettendo eccessiva pressione sullo smaltimento delle perdite generate dalla detenzione di NPLs.



simili a quelli generati da un sistema assicurativo – è stato reso possibile dalla attuazione di adeguate politiche pubbliche – sia a livello sovranazionale che di singolo stato nazione – che hanno consentito sia la crescita dei mercati finanziari che la convergenza tra i diversi sistemi nazionali (eliminando/riducendo i fattori di fragilità locali mediante la realizzazione di riforme strutturali e di politiche di stabilizzazione).

L'importante lezione che si trae è che per far progredire la convergenza tra Stati membri dell'Eurozona²¹ è più che mai necessario che le misure di riduzione e condivisione del rischio procedano almeno in parallelo. Concentrarsi inizialmente sulle misure di contenimento del rischio senza provvedere a una contestuale adeguata fornitura pubblica di meccanismi di condivisione del rischio impedisce *de facto* la possibilità che si sviluppi successivamente un meccanismo di condivisione del rischio da parte del settore privato²². Ciò che – nel caso di

successo dell'unione economico-monetaria USA – rappresenta il più importante meccanismo di assorbimento degli shock asimmetrici (TAB.5). Tradotto nel gergo tipico dei documenti comunitari, la sostenibilità dell'Eurozona dipende dalla capacità di assorbire gli shock attraverso adeguati sistemi di condivisione del rischio. E adeguato *risk-sharing* richiede il completamento sia della *capital markets union* che dell'unione bancaria che di quella fiscale (Ioannou e Schafer, 2017). In poche parole, il rovesciamento (o quasi) della sequenza ottimale prevista da Schauble.

²¹ Sul tema della convergenza si rinvia all'ultimo capitolo di questo rapporto.

²² Riprendendo ancora Draghi (2018) è utile ricordare che “...la dicotomia tra *risk-reduction* e *risk-sharing* che caratterizza il dibattito odierno è per certi aspetti artificiale. Realizzando l'assetto corretto, questi due obiettivi si sostengono a vicenda. Il *public risk sharing* attuato mediante la fornitura di adeguati supporti (*backstop*) consente la riduzione del rischio all'interno del sistema grazie al contenimento dei fenomeni di panico che si manifestano in occasione di una crisi (bancaria). D'altro canto, un efficace meccanismo di risoluzione (delle crisi bancarie) assicura che, nel caso in cui si manifestino episodi di fallimento bancario, la quantità di *public risk sharing* necessaria sia molto contenuta, dal momento che i costi sono per lo più stati sostenuti dal settore privato”. Ad esempio Martin Sandbu (2017) è un convinto sostenitore della equivalenza tra *bail-in* e *private risk sharing* tra i paesi. Applicare il principio del *bail in* equivale nei fatti – in occasione di una crisi bancaria - a una redistribuzione di risorse dai creditori (delle banche in risoluzione) ai debitori privati che risiedono in paesi diversi. Infatti, i

creditori sono residenti nei paesi in surplus mentre i secondi all'interno di quelli in deficit. Il meccanismo di *writedown* previsto dal *bail in* fa sì che i risparmi netti dei primi vengano veicolati a vantaggio dei secondi, producendo *de facto* una suddivisione del rischio.

TAB. 5 - Assorbimento degli effetti di uno shock asimmetrico. Entità della “copertura assicurativa”

Paese Area	Flussi di capitale cross-border privati		Flussi di capitale cross- border pubblici	Quota dello shock non assorbita da assicurazione
	Mercato del credito	Mercato dei capitali	Trasferim. fiscali	
USA	27%	45%	8%	20%
EUROZONA	18%	6%	0%	76%

Fonte: Nikolov (2016); Asdrubali e Soyoung (2004)

7. Cosa ci aspetta?

Mentre esiste un ampio consenso sulla proposta di trasformare l’ESM nell’EMF, manca un chiaro consenso sul modo in cui realizzare tale passaggio. Diversi paesi – su tutti la Germania – sono contrari alla proposta di trasformare l’ESM/EMF in un organismo sovranazionale, in quanto temono che un EMF con queste caratteristiche venga subordinato agli interessi della Commissione. Al tempo stesso la Commissione ritiene tale passaggio essenziale sia per questioni di *accountability* che di efficienza decisionale. Inoltre ribadisce, con il supporto della Banca Centrale Europea, la necessità di utilizzare le risorse messe a disposizione di ESM/EMF come backstop del SRF.

Le posizioni negoziali sono molto distanti e appaiono difficilmente conciliabili – almeno in tempi brevi. Un rapido *reality check* – come quello auspicato da Donald Tusk nello scorso mese di dicembre per individuare le lacune da colmare nella costruzione dell’Eurozona – porta ad affermare che al momento attuale la trasformazione dell’ESM nell’EMF sia sostanzialmente irrealizzabile.

Riferimenti bibliografici:

- Asdrubali, P. Soyoung, K. (2004), Dynamic Risk Sharing in the United States and Europe, *Journal of Monetary Economics*.
- Baglioni, A.e Bordignon, M. (2017), Il Non-Documento di Schauble: Elementi per una Discussione, LUISS Policy Brief.
- Banca Centrale Europea(2018), Opinione della Banca Centrale Europea sulla proposta di regolamento di costituzione del Fondo Monetario Europeo, 11 Aprile.
- Bruno (2018), The future of the ESM. Towards a Deeper Economic and Monetary Union?, *EUVisions*, mimeo.
- Commissione Europea (2017a), Documento di Riflessione sull’Approfondimento dell’Unione Economica Monetaria, 31 Maggio.
- Commissione Europea (2017b), Proposta di Regolamento del Consiglio sull’Istituzione del Fondo Monetario Europeo, COM(2017) 827, Dicembre
- Draghi M. (2018), Risk-Reducing and Risk-Sharing in Our Monetary Union, European University Institute, 11 Maggio
- Gros, D. e Mayer, T. (2010), How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!, CEPS Policy Brief No.202.



- Ioannou, D. e Schafer, D. (2017), Risk Sharing in EMU: Key Insights from a Literature Review, SUERF Policy Note, Issue no.21.
- Nikolov, P. (2016), Cross-border Risk Sharing after Asymmetric Shocks: Evidence from the Euro Area and the United States, Quarterly Report on the Euro Area, Vol.15.
- Panetta, F. (2011), Life in the Eurozone. With or Without Sovereign Default? in Allen, F., Carletti E. e Corsetti, G. (a cura) Life in the Eurozone. With or Without Sovereign Default? Philadelphia, FIC Press, Wharton Financial Institution Center.
- Regling, K. (2018), The ESM and Euro Area Financial Stability, Francoforte, 28 Febbraio.
- Reinhart, C. e Trebesch, C. (2014), A Distant Mirror of Debt, Default, and Relief, University of Munich, Munich Discussion Paper No. 2014-49.
- Sandbu, M. (2017), Banking Union Will Transform Europe's Politics, Financial Times, 25 Luglio.
- Sapir, A., e Shoenmaker, D. (2017) The Time Is Right for a European Monetary Fund, Bruegel, PolicyBrief Issue 4.
- Schauble, W. (2017), Non-paper for Paving the Way to a Stability Union,
- Unione Europea (2012), Trattato Costitutivo il Meccanismo Europeo di Stabilità, 2 Febbraio.
- Weder di Mauro, B. e Zettlemeyer, J. (2017), The New Global Financial Safety Net Struggling for Coherent Governance in a Multipolar System, CIGI, Essays on International Finance Volume 4: January 2017
- Whelan, K. (2013), Sovereign Default and the Euro, Oxford Review of Economic Policy, Vol.29, No.3.
- Wolff, G. (2017), Beyond the Juncker and Schauble Visions of Euro-Area Governance, Bruegel, PolicyBrief Issue 6.
- Wyplosz, C. (2017), A European Monetary Fund?, European Parliament, Scrutiny Paper.
- Zettelmeyer, J, Trebesch, C. e Gulati, M. (2013), The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, Economic Policy.

5. CONVERGENZA O DIVERGENZA? I PAESI DELL'EUROZONA DOPO LA CRISI*

Introduzione

La formazione dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea era basata su un'aspettativa di convergenza fra gli Stati membri, tanto sul piano economico quanto su quello politico, rispetto a caratteristiche quali la qualità delle istituzioni e lo stato di diritto. Nonostante al momento dell'introduzione della moneta unica i Paesi coinvolti non sembrassero rappresentare un'Area Valutaria Ottimale, l'unificazione monetaria era basata sull'aspettativa di una graduale accelerazione delle dinamiche di convergenza, che avrebbero permesso l'attuazione di ulteriori riforme volte a stabilizzare e rafforzare l'Eurozona, nella prospettiva del conseguimento di una piena integrazione politica. Secondo tale progetto, l'Euro sarebbe divenuta la moneta dell'intera Unione Europea. Con l'eccezione della Danimarca e del Regno Unito, infatti, tutti i Paesi si erano impegnati ad adottarla.

Oggi, trascorsi circa venti anni dalla sua adozione da parte dei primi Paesi europei, avvenuta nel 1999, e quindici anni dall'allargamento dell'UE verso gli Stati orientali, risalente al 2004, sembra che le aspettative dei *policy makers* non abbiano avuto alcun riscontro nella realtà. Nell'Eurozona, infatti, il processo di convergenza economica, per esempio in termini di PIL pro capite, si è ben presto trasformato in una prolungata e significativa divergenza, che solo recentemente sembra aver lasciato spazio a nuove dinamiche di convergenza. Nel più ampio contesto dell'Unione Europea, inoltre, benché la convergenza si sia rafforzata progressivamente dal punto di vista economico, dopo l'ingresso dei nuovi Paesi nel

2004, lo stesso non può dirsi sotto il profilo politico: in questo ambito, le divergenze si sono accresciute continuamente, al punto che oggi, per la prima volta nella storia dell'Unione Europea, un Paese membro, la Polonia, è sotto processo a causa di violazioni dello stato di diritto.

Una conclusione come questa, tuttavia, sarebbe troppo precipitosa. La storia dell'Eurozona, infatti, è stata segnata dal verificarsi della crisi economica e finanziaria globale (2008-09) e dalla seguente crisi del debito sovrano (2011-13), che ha coinvolto diversi membri. Tale crisi ha rivelato l'esistenza di numerose problematiche nell'architettura dell'Unione Monetaria Europea, costringendo i Paesi periferici maggiormente interessati ad attuare consistenti riforme strutturali, spesso finalizzate all'ottenimento delle risorse finanziarie garantite dai programmi di assistenza dell'*European Stability Mechanism*. Sono stati compiuti i primi passi verso la costituzione di una Unione Bancaria e del Mercato dei Capitali, rafforzando contemporaneamente la supervisione a livello economico e, soprattutto, fiscale sui Paesi membri. In quest'ottica, pertanto, l'indebolimento dei processi di convergenza seguito alla crisi potrebbe rappresentare un fenomeno temporaneo nell'orizzonte di un processo di generale convergenza economica e politica.

Per chiarire tale questione, è necessario non limitarsi allo studio di variabili come il PIL o il PIL pro capite, concentrandosi invece sui fattori di crescita di un Paese, quali, ad esempio, i servizi che promuovono lo sviluppo del capitale umano, soprattutto nell'ambito dell'istruzione e della sanità, il funzionamento del sistema di giustizia civile, la regolamentazione dei mercati del lavoro e dei prodotti, la qualità delle istituzioni politiche e sociali. Se, nonostante la crisi, il processo di convergenza rispetto a queste variabili non si è interrotto, è ragionevole aspettarsi una ripresa

*a cura di Massimo Bordignon, Niccolò Gatti, Massimiliano Onorato



della convergenza economica anche a livello aggregato.

Al fine di svolgere questa analisi, sono state consultate varie fonti per raccogliere i dati riguardanti i servizi pubblici, la regolamentazione del mercato del lavoro e dei prodotti e la qualità delle istituzioni in un gruppo di Paesi aderenti all'OCSE nel periodo compreso fra il 1990 e il 2016. In particolare, per ciascun servizio pubblico, abbiamo considerato separatamente indicatori relativi alla spesa, all'organizzazione e alla qualità. Per ottenere un campione omogeneo di Paesi, sono state prese in considerazione solo le nazioni aderenti all'OCSE prima del 1989, ad eccezione della Turchia. L'inclusione nel campione di Paesi che non sono membri dell'Eurozona consente di studiare gli effetti differenziali della crisi, dovuti all'appartenenza all'unione monetaria, rispetto ad altri Stati, che non ne sono parte.

Sulla base di una prima analisi basata sulle misure di *sigma-convergence* e *beta-convergence*, non risulta che i Paesi dell'Eurozona stiano divergendo rispetto agli indicatori economici che misurano la performance rispetto ai principali servizi pubblici. Nonostante i Paesi più colpiti dalla crisi abbiano ridotto la spesa destinata a sanità, istruzione e giustizia civile, il processo di convergenza non si è interrotto per indicatori quali la percentuale di laureati o la qualità delle prestazioni sanitarie. Emerge, poi, una forte convergenza nell'ambito della giustizia civile, della regolamentazione e della partecipazione femminile al mercato del lavoro, grazie alle consistenti riforme attuate dai Paesi dell'area Euro per rendere i mercati più flessibili e competitivi. L'analisi econometrica, poi, mostra come i membri dell'Eurozona, a prescindere dalla partecipazione o meno ai programmi dell'ESM, abbiano attuato riforme più efficaci rispetto ad altri Paesi appartenenti all'OCSE colpiti dalla crisi

in maniera analoga. I programmi di assistenza, però, spiegano in maniera particolarmente significativa il processo di deregolamentazione che ha riguardato i contratti di lavoro a tempo indeterminato.

I risultati che emergono dall'analisi di indicatori di carattere politico e sociale, tuttavia, sono diversi. Nei Paesi dell'area Euro, infatti, la crisi è associata a un sostanziale processo di divergenza per quanto riguarda la percezione della corruzione e della qualità della *governance*, la fiducia dei cittadini nelle istituzioni nazionali e sovranazionali e il livello di partecipazione al voto. Questo processo, nonostante l'accelerazione dovuta alla crisi, tendeva già a emergere fin dai primi anni 2000, soprattutto in Italia e Spagna. L'analisi econometrica conferma che la crisi è associata a un peggioramento delle percezioni dei cittadini sulla qualità del governo e sulla diffusione della corruzione e a una diminuzione della fiducia nelle istituzioni. Tale dinamica ha riguardato i Paesi dell'area Euro in maniera più intensa rispetto ad altri Paesi dell'OCSE colpiti in maniera analoga dalla recessione. L'assistenza derivante dai programmi dell'ESM, inoltre, sembra generare un ulteriore effetto negativo sulla fiducia nelle istituzioni europee. Paradossalmente, l'unico elemento rispetto al quale i Paesi sembrano convergere dopo la crisi è il consenso per i partiti populistici, tipicamente nazionalisti ed antieuropeisti.

Alla luce di questi risultati, il progetto alla base dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea sembra più in crisi dal punto di vista politico che economico. Per quanto positive siano state le riforme attuate nei Paesi dell'Eurozona più in crisi, in un contesto democratico le percezioni dei cittadini sono rilevanti: di conseguenza, in molti Paesi dell'Europa meridionale, il crollo della fiducia nelle istituzioni potrebbe condurre a una reazione negativa nei confronti dei partiti che

hanno promosso tali riforme. È proprio la mancanza di fiducia nelle istituzioni europee e il crescente consenso per i partiti populistici a rappresentare una sfida cruciale per l'unione monetaria.

Questa ricerca trae origine da una ricca letteratura che si è già occupata dei processi di integrazione economica e monetaria e degli effetti della crisi. In ambito macroeconomico, per esempio, numerosi studi hanno riguardato i processi di convergenza nell'Eurozona e, in particolare, la relazione fra il verificarsi di shocks asimmetrici e l'integrazione monetaria (Eichengreen, 2007; Bargain et al., 2013; Campos et al., 2014; Alesina et al., 2017). Altri studi hanno analizzato il rapporto fra i Paesi *core* e quelli periferici in Europa (Campos et al., 2018), mettendo in evidenza come il rilevante processo di convergenza fra i Paesi orientali, che hanno aderito all'UE nel 2004, e quelli occidentali, inizialmente più sviluppati, si sia accompagnato ad un crescente divario fra Paesi settentrionali e meridionali in termini di salari, consumi e investimenti (Gros, 2018). La nostra analisi, oltre a differenziarsi per l'approccio metodologico, non si limita allo studio di variabili macroeconomiche aggregate, ma considera anche i fattori politici e istituzionali alla base dello sviluppo economico.

Altri studi, seguendo un approccio microeconomico, si sono focalizzati sul processo di deregolamentazione in diversi settori e mercati, favorito dall'introduzione della moneta unica (Alesina et al., 2008). Essi si basano su indicatori di riforme, produttività e crescita (Nicoletti et al., 2003), cui si fa riferimento anche in questa analisi, la cui innovatività riguarda l'inclusione di variabili di matrice politica ed istituzionale correlate alla sostenibilità del processo di convergenza economica. Lo studio dell'effetto di una crisi sull'attuazione delle riforme ricollega il nostro lavoro a numerose ricerche empiriche sul

tema (Alesina et al., 2006; Mian et al., 2012; Gokmen et al., 2017).

È stato inoltre documentato come la crisi economica, congiuntamente al fenomeno migratorio, abbia indotto un calo della fiducia nelle istituzioni (Dustmann et al., 2017). Altri lavori, che hanno analizzato il consenso per i partiti populistici (Guiso et al., 2017), documentano che esso si sia accresciuto anche a causa del clima di incertezza dovuto alla globalizzazione, alle riforme e alla digitalizzazione dell'economia. Recenti ricerche empiriche (Alesina et al., 2017), infine, hanno esaminato le divergenze di carattere culturale e politico fra i Paesi dell'Eurozona, dimostrando che la variabilità culturale fra i Paesi dell'area Euro non risulta superiore a quella che si registra all'interno di ciascuno di essi, né a quella che caratterizza una solida unione monetaria come gli Stati Uniti.

1. Dati

Per studiare le dinamiche di convergenza e stimare l'impatto della crisi economica nell'Eurozona, è necessario prendere in esame un campione di Paesi relativamente omogenei. A tal fine, sono stati considerati gli Stati che hanno aderito all'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) prima del 1989 ad eccezione della Turchia, esclusa a causa delle sue differenti caratteristiche politiche ed economiche. Questi Paesi sono Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. In questo campione, quindi, vengono considerati unicamente i Paesi dell'area Euro che per primi hanno adottato la moneta unica nel 1999, oltre alla Grecia, che vi ha aderito nel 2001. La maggior parte delle osservazioni è relativa agli anni compresi fra il



1990 e il 2016 e questo permette di identificare tre periodi: il primo è quello antecedente all'introduzione dell'Euro (1990-1999), il secondo corrisponde agli anni precedenti la crisi economica (1999-2008) e il terzo è quello segnato dalla recessione globale e dalla crisi del debito sovrano (2008-2016).

Per quanto riguarda i principali servizi pubblici (istruzione, sanità e giustizia civile), sono state considerate variabili inerenti a spesa, organizzazione e qualità. Alla luce della sua importanza per lo sviluppo del capitale umano di un Paese, nel settore dell'istruzione si è scelto di focalizzarsi sul livello terziario, analizzando la spesa per studente in termini di PIL pro capite, il rapporto fra il numero di studenti e quello di docenti e la percentuale di laureati nella popolazione di età compresa fra 25 e 34 anni. Le prime due variabili sono state ricavate dal database *World Bank* (1998-2014), la terza dal database OCSE (1998-2016). In merito alla sanità, sia pubblica che privata, la spesa espressa in percentuale del PIL è stata rilevata dalla *World Bank* (1995-2014), il numero di letti disponibili negli ospedali ogni 1000 individui è stato quantificato dall'OCSE (1990-2014), mentre un indice che misura la qualità del sistema sanitario con un punteggio fra 0 e 100 è stato sviluppato dall'*Institute for Health Metrics and Evaluation* (1990-2015). Tale indice, che si basa sul numero di morti premature evitate, non è influenzato dalle caratteristiche climatiche di un Paese né da quelle genetiche dei suoi abitanti. L'ambito della giustizia civile, infine, è stato studiato sulla base di tre indicatori "*Doing Business*" elaborati dalla *World Bank* (2004-2016): il costo medio di un processo in percentuale del valore del credito da recuperare, il numero di procedure per risolvere una controversia e la lunghezza media del processo in giorni.

La spesa pubblica destinata agli interventi in favore dei soggetti disoccupati o a rischio di perdere il proprio impiego, espressa in percentuale del PIL, è stata ricavata dal database OCSE (1990-2015), insieme a due indici che esprimono il livello di regolamentazione del mercato del lavoro (1990-2013) per i contratti permanenti e temporanei. Questi indici assumono valori fra 0 e 6 e crescono all'aumentare del livello di protezione. Come indicatore di performance, è stato scelto il tasso di partecipazione femminile, ottenuto dalla *International Labour Organization* insieme al tasso di disoccupazione per entrambi i sessi (1990-2016). Per esaminare la regolamentazione del mercato dei prodotti, si è scelto di considerare la media aritmetica degli indicatori "*Doing Business*" (2004-2016) denominati "*Distance to Frontier*", che valutano da 0 a 100 la performance di un Paese in diversi ambiti (*Starting a Business, Dealing with Construction Permits, Getting Electricity, Registering Property, Getting Credit, Protecting Minority Investors, Paying Taxes, Trading Across Borders, Enforcing Contracts, Resolving Insolvency*). È stato inoltre preso in esame l'indice OCSE (1998-2013) che misura il livello di regolamentazione del mercato dei prodotti su una scala analoga a quella del mercato del lavoro. Il database OCSE è anche la fonte della misura del livello di pressione fiscale (1990-2015), espressa come il valore delle entrate fiscali in percentuale del PIL.

La valutazione delle percezioni relative alla *governance* è fondata sui *World Governance Indicators* (1996-2015) della *World Bank*, i cui valori vanno da -2.5 a +2.5 e aumentano al migliorare della qualità della *governance*. Per ottenere un indice sintetico, questi sei indici (*Voice and Accountability; Political Stability and Absence of Violence; Government Effectiveness; Regulatory Quality; Rule of Law; Control of*

Corruption) sono stati aggregati tramite l'analisi delle componenti principali. In questa prospettiva, si è scelto di analizzare anche il *Corruption Perception Index* (1996-2016), i cui valori compresi fra 0 e 100 crescono al diminuire della corruzione percepita e la percentuale di PIL sommerso (1990-2015), stimata dal centro di ricerca IFO.

A partire dai dati forniti a livello individuale dalla *European Social Survey* (2002-2014), è stato calcolato per ogni Paese il valore medio annuale del livello di fiducia dei cittadini nei confronti di istituzioni quali il Parlamento nazionale, i politici e il Parlamento Europeo, ma anche nei confronti degli altri membri della società. Questi indici assumono valori fra 0 e 10 e aumentano con il livello della fiducia. Strettamente connessa a tali variabili è la partecipazione al voto alle elezioni nazionali per il Parlamento (1990-2016), un dato fornito dall'*International Institute for Democracy and Electoral Assistance*. Il consenso per i partiti populistici è stato valutato sulla base della classificazione dei partiti effettuata da Van Kessel (2013) e della percentuale dei voti ottenuti da ciascuno di questi partiti durante le elezioni. Tale serie è riportata nell'*European Election Database* (1990-2016).

I valori del rating attribuito a ciascun Paese dall'agenzia Standard & Poor's nel periodo 1990-2016, utilizzato per identificare l'inizio e l'intensità della crisi economica, provengono dal database "*Trading Economics*". Le variabili di controllo usate per l'analisi econometrica sono: a) la percentuale della popolazione avente più di 65 anni (1990-2014) e il valore del rapporto fra debito e PIL, entrambi disponibili nel database OCSE, b) l'apertura al commercio internazionale, misurata dalla *World Bank* come volume totale di importazioni ed esportazioni in percentuale del PIL (1990-2015), c) il livello del PIL pro capite

(1990-2014), ricavato da *Penn World Tables* (versione 9.0).

2. Una panoramica delle dinamiche di convergenza

Seguendo l'approccio tradizionale in materia di crescita e convergenza (Barro e Sala-i-Martin, 1992), i trend di convergenza o divergenza possono essere studiati mediante l'analisi di *sigma-convergence* e *beta-convergence*. La prima è una misura di dispersione fra Paesi e si fonda sull'evoluzione del valore della deviazione standard nel tempo. Un aumento di tale indicatore denota un processo di divergenza e viceversa. Il secondo tipo di analisi, invece, confronta il tasso medio annuo di crescita di una variabile in un determinato periodo con il valore iniziale della serie: se un basso livello iniziale è associato a un elevato tasso di crescita, è in atto un processo di convergenza. Lo studio di tali dinamiche è stato effettuato sia per l'intero campione dei Paesi OCSE presi in esame sia per il sottoinsieme dei Paesi dell'Eurozona, ottenendo simili risultati. I risultati descritti in questa sezione e riportati nelle Figure 1-3 si riferiscono ai Paesi dell'Eurozona.

Nel campo dell'istruzione terziaria, l'andamento della deviazione standard rivela una continua convergenza per quanto riguarda la spesa fino al 2011, quando per effetto della crisi economica i Paesi hanno iniziato a divergere temporaneamente. A partire dal 2008, inoltre, emerge un trend di divergenza in termini del rapporto fra studenti e docenti, che suggerisce un peggioramento nella qualità dell'organizzazione del servizio. Nonostante ciò, il processo di convergenza rispetto alla percentuale di laureati non si è mai interrotto. Analogamente, nell'ambito dell'assistenza sanitaria, è possibile rilevare una significativa divergenza indotta dalla crisi per quanto riguarda la spesa e il numero di letti disponibili negli ospedali, mentre tale fenomeno



non si verifica per l'indice di qualità del servizio. L'analisi delle variabili relative alla giustizia civile suggerisce che dopo la crisi la tendenza a convergere ha continuato a caratterizzare i Paesi inclusi nel campione, non solo in termini di spesa, ma soprattutto del numero di procedure, che si sono notevolmente ridotte grazie alle riforme attuate per incrementare l'efficienza. Nonostante questo, la durata dei processi si è ridotta solo in Italia e Portogallo, mentre, al contrario, è aumentata negli altri Paesi dell'Eurozona. Ciò è all'origine della divergenza che si osserva dopo la crisi.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, è possibile rilevare una temporanea divergenza in termini di spesa fra il 2008 e il 2010, dovuta al forte incremento della disoccupazione nei Paesi periferici dell'Eurozona. Una forte accelerazione del processo di convergenza è, invece, seguita alla crisi per quanto riguarda la protezione dell'impiego, grazie al processo di deregolamentazione che ha interessato sia i contratti permanenti sia quelli temporanei. Per quanto riguarda quest'ultimi, tale dinamica di convergenza emergeva già negli anni precedenti la crisi. L'avvento della crisi non ha interrotto il processo di convergenza riguardante la partecipazione femminile al mercato del lavoro. Nonostante la forte divergenza immediatamente successiva al 2008, un significativo processo di convergenza si è registrato rispetto al tasso di disoccupazione, a partire dal 2013. L'analisi di *sigma-convergence* relativa agli indicatori "Doing Business" e all'indicatore OCSE inerente alla regolamentazione del mercato dei prodotti, infine, mostra come il processo di convergenza iniziato negli anni prima della crisi si sia particolarmente rafforzato in seguito ad essa, soprattutto a motivo delle riforme attuate in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. Dal 2007, tuttavia, si assiste a un

aumento delle divergenze riguardo al livello di pressione fiscale.

Un quadro radicalmente differente emerge, invece, per gli indicatori di *governance*: dopo essersi accresciuto nel decennio successivo alla nascita dell'Unione Monetaria Europea (1999-2008), il livello di divergenza è aumentato in maniera ancor più decisiva a causa della crisi economica, che ha causato un peggioramento delle percezioni dei cittadini dell'Europa meridionale, soprattutto in Grecia e in Italia. Analogamente, un incremento della divergenza si registra fra il 2008 e il 2013 in materia di corruzione ed economia sommersa. In questo scenario, un forte trend di divergenza ha caratterizzato fin dal 2002 i Paesi dell'Eurozona in merito alla fiducia nel Parlamento e nei politici nazionali. Esso si è successivamente accentuato con la crisi, in seguito al crollo della fiducia dei cittadini di Paesi quali Grecia, Italia e Portogallo. Anche per quanto concerne la fiducia nel Parlamento Europeo, sebbene una debole convergenza sembrasse contraddistinguere gli anni prima del 2008, l'inizio della crisi ha segnato il prevalere di forti divergenze. Negli anni più recenti si riscontra una lieve convergenza, probabilmente come conseguenza del crollo diffuso della fiducia registratosi anche nei Paesi meno intensamente colpiti dalla crisi. Dal 2010 si assiste anche a un processo di divergenza fra i Paesi dell'Eurozona in relazione alla partecipazione elettorale, indotta dal crescente astensionismo in Portogallo, Francia, Italia e Grecia. Dal 2014 emerge, infine, una notevole convergenza nel consenso elettorale riscontrato dai partiti populistici.

3. Analisi econometrica

In questa sezione, analizziamo se la decisione di un Paese di adottare l'euro abbia avuto un effetto sulle variabili per le quali abbiamo raccolto i dati

(e di cui abbiamo informazioni anche per il periodo precedente l'adozione dell'euro). Ci chiediamo, inoltre, se la partecipazione all'euro abbia influenzato in maniera differente la reazione di un Paese alla crisi economica. In tal senso, occorre tener presente che mentre è immediato identificare l'evento "adozione della moneta unica", questo risulta più complesso quando si considera la crisi economica. Mentre la crisi internazionale ha coinvolto contemporaneamente tutti i Paesi, sebbene con diversi gradi di intensità, la successiva crisi dell'euro ha interessato solo alcune nazioni e in momenti diversi. L'entità e il momento di inizio della crisi in ciascun Paese potrebbero essere identificati attraverso variabili quali il tasso di crescita del PIL o quello di disoccupazione. Dato che queste variabili sono endogene rispetto alle variabili dipendenti, abbiamo ritenuto preferibile ricorrere a un indicatore maggiormente esogeno. Seguendo l'approccio sviluppato da Reinhart (2002), è possibile comprendere se, quando e con quale intensità un Paese sia stato interessato dalla crisi economica grazie alla valutazione attribuita dalle agenzie di rating alla sostenibilità del debito sovrano. Un *downgrade*, infatti, implica la riduzione della capacità di uno Stato di soddisfare i propri creditori e, alla luce di questo, rappresenta una *proxy* plausibile per indicare l'insorgere di una crisi. Una volta raccolti i dati inerenti ai rating assegnati a ciascun Paese da Standard & Poor's, sono state identificate tre modalità di considerare il *downgrade*, che riflettono tre diversi gradi di intensità di una crisi economica. Si passa da variazioni più deboli (ad esempio, l'attribuzione di un "meno") o di media portata, quali la perdita di una lettera (per esempio, da AAA ad AA o da AA ad A) a variazioni più consistenti, quali il cambio di lettera (per esempio, da A a BBB). Nel campione di Paesi presi in considerazione in questa analisi, numerosi Stati hanno subito un

downgrade di media intensità fra il 1990 e il 2016: fra questi, figurano diversi membri dell'area Euro (Austria, Francia, Finlandia, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna), alcuni Stati dell'Unione Europea che non hanno adottato la valuta unica (Regno Unito e Svezia) e anche nazioni extra-europee (Canada, Giappone, Islanda e Stati Uniti). Tuttavia, solo alcuni Paesi hanno subito un cambio di lettera: Grecia (2009), Islanda (2008), Irlanda (2011), Italia (2012), Portogallo (2011) e Spagna (2012).

Per verificare la validità della misura scelta per identificare la crisi, sono state messe a confronto le valutazioni di S&P con quelle effettuate da altre due agenzie, Fitch e Moody's. Le tre società risultano ampiamente concordi ed emergono solo lievi differenze a livello temporale nell'aggiornamento dei punteggi: la correlazione fra le tre valutazioni supera il 70% per i *downgrade* di bassa e media intensità e raggiunge il 97% nel caso del cambio di lettera. Inoltre, dal momento che l'obiettivo è quello di comprendere se la crisi economica abbia causato effetti significativamente diversi nei Paesi dell'Eurozona rispetto agli altri membri dell'OCSE inclusi nel campione, è necessario verificare che il *downgrade* non sia correlato a priori con l'appartenenza all'unione monetaria. Per questo, sono stati stimati i coefficienti dell'equazione (1) sulla base del modello *probit*:

$$\begin{aligned} \text{downgrade}_{it} = & \\ & \alpha + \beta \text{euro}_{it} + \gamma \text{debito_pil}_{it} + \\ & \delta \text{crescita_pil}_{it} + \varphi \text{anziani}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

La variabile dipendente *downgrade* è una variabile dummy che assume valore uno a partire dall'anno in cui, alternativamente, uno dei tre tipi di *downgrade* si verifica. La variabile indipendente, alla cui significatività siamo interessati, è la variabile dummy *euro*, che (come



nei modelli successivi) assume valore uno dal 1999 per i Paesi membri dell'area Euro, ad eccezione della Grecia, la cui adozione della valuta comune risale al 2001. Le variabili di controllo incluse in questo modello sono il valore del rapporto fra debito pubblico e PIL, il tasso di crescita del PIL e la percentuale della popolazione con un'età superiore a 65 anni. Gli errori standard, inoltre, sono clusterizzati a livello di Paese. Nonostante il coefficiente associato alla variabile *euro* risulti sempre positivo, esso non è mai statisticamente significativo. L'adozione dell'Euro non implica di per sé un aumento della probabilità che insorga una crisi.

3.1. Una prima analisi esplorativa

In primo luogo, è rilevante esaminare i trend che hanno caratterizzato le diverse variabili di interesse negli anni immediatamente precedenti e successivi ai due “eventi” oggetto di studio, ovvero l'adesione all'area Euro e il verificarsi di una *crisi*, qui definita come il primo anno in cui un Paese subisce un *downgrade* da una categoria superiore (per esempio, A) a una inferiore (ad esempio, B).

Al fine di stimare l'impatto di questi due “eventi”, abbiamo stimato le seguenti equazioni:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=-5}^{k=+4} \omega_k \text{euro_event}_{i(t-k)} + \rho_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=-5}^{k=+4} \tau_k \text{downgrade_event}_{i(t-k)} + \rho_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Ciascuna di queste due specificazioni include una variabile dummy che assume valore uno nell'anno in cui si verifica l'evento oggetto di studio, quattro suoi lag e cinque lead ed effetti fissi per anno e per Paese. Gli errori standard sono clusterizzati a livello di Paese.

Da questa analisi emergono alcuni risultati significativi, che integrano e approfondiscono

quanto osservato in termini di *sigma-convergence* e *beta-convergence*. Per quanto riguarda i livelli di spesa pubblica considerati in questa analisi, mentre l'ingresso nell'Eurozona non era stato anticipato né seguito da variazioni significative, un notevole trend negativo emerge in seguito al *downgrade*, soprattutto nell'ambito di sanità e giustizia civile, ma anche nel caso dell'istruzione terziaria. Nonostante ciò, non si riscontrano variazioni significative della percentuale di laureati o dell'*Healthcare Access and Quality index*, mentre emerge un aumento dell'efficienza della giustizia civile, grazie alla progressiva riduzione del numero di procedure.

Un forte trend di crescita negli anni immediatamente precedenti al *downgrade* e nei primi due seguenti caratterizza, poi, il livello di spesa pubblica destinata alle politiche di intervento nel mercato del lavoro a favore dei soggetti disoccupati o a rischio di divenire tali, ma negli anni successivi tale dinamica lascia spazio a un nuovo trend di decrescita. Tale andamento riflette quello del tasso di disoccupazione, sia maschile che femminile, cresciuto in maniera consistente in corrispondenza degli anni di crisi e diminuito in seguito. È inoltre possibile osservare che l'ingresso nell'Eurozona è stato accompagnato da una riduzione della protezione del lavoro temporaneo, mentre il processo di deregolamentazione rispetto ai contratti a tempo indeterminato è stato incoraggiato, solo più tardi, dall'avvento della crisi economica (Figura 4). La regolamentazione del mercato dei prodotti si è anche ridotta con la crisi, rafforzando, in questo modo, un trend già in corso. Un continuo miglioramento sembra caratterizzare gli indici “*Doing Business*” (Figura 5), benché i coefficienti non risultino statisticamente significativi.

Dal punto di vista politico e istituzionale, infine, mentre l'adozione dell'Euro ha portato a un significativo miglioramento delle percezioni della

qualità della *governance* e a un aumento della partecipazione elettorale, un trend opposto emerge nel periodo segnato dalla crisi. Già nei tre anni precedenti al *downgrade* e, poi, in quelli successivi, si riscontra un peggioramento della qualità percepita della *governance* (Figura 6), un crollo della fiducia nelle istituzioni nazionali ed europee (Figura 7), una tendenza alla diminuzione della percentuale degli aventi diritto al voto che effettivamente si recano alle urne e una crescita del consenso per i partiti populistici.

3.2. Effetti della crisi, dei programmi di assistenza e dell'appartenenza all'area Euro

Quanto finora emerso suggerisce che la crisi economica abbia indotto numerosi Paesi ad attuare riforme per migliorare l'efficienza dei servizi pubblici e la regolamentazione dei mercati, ma queste sono state accompagnate da un peggioramento degli indicatori di carattere politico e sociale. In quest'ottica, la seguente analisi econometrica intende chiarire come l'appartenenza all'Eurozona abbia inciso sull'evoluzione delle variabili economico-politiche che sono oggetto di questa ricerca.

Da una parte, tale appartenenza potrebbe essere annoverata fra le cause della crisi: la perdita della possibilità di attuare svalutazioni e la mancanza di un budget europeo che consenta di effettuare trasferimenti ai Paesi in difficoltà, infatti, ha fatto sì che a fronte della crisi bancaria e della fuoriuscita di capitali si sia resa necessaria una forte contrazione della spesa in diversi Paesi, con un conseguente aggravamento del fenomeno recessivo. Al contrario, si potrebbe osservare che, oltre al sostegno garantito dalla Banca Centrale Europea al sistema bancario, numerosi programmi di assistenza sono stati istituiti per concedere prestiti agevolati a lungo termine ai membri dell'Eurozona più in difficoltà. In particolare, l'*European Stability Mechanism* ha sostenuto

Grecia (2012-2014), Irlanda (2011-2013), Portogallo (2011-2014) e Spagna (2012-2013), che nei prossimi decenni avranno l'onere di restituire il debito contratto. Dato che tali prestiti sono stati condizionati all'implementazione di riforme volte ad accrescere l'efficienza dei mercati e del settore pubblico, la seguente analisi si propone anche di valutare se la qualità dei servizi pubblici e la regolamentazione del sistema economico siano correlati a questi programmi di assistenza.

Per affrontare tali questioni, abbiamo stimato la seguente equazione:

$$Y_{it} = \alpha + \beta euro_{it} + \gamma downgrade_{it} + \delta euro_downgrade_{it} + \vartheta ESM_program_{it} + \rho_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Y_{it} è ciascuna variabile presa in esame; $euro_{it}$ è una variabile dummy che assume valore 1 dall'anno di adozione dell'Euro; $downgrade_{it}$ è una variabile dummy che assume valore 1 dall'anno del primo downgrade; $euro_downgrade_{it}$ è l'interazione fra le due variabili precedenti; $ESM_program_{it}$ è una variabile dummy che assume valore 1 a partire dall'anno in cui un Paese ha ottenuto il primo prestito dall'ESM; ρ_i e μ_t rappresentano, rispettivamente, gli effetti fissi per Paese e per anno; ε_{it} è l'errore random. Gli errori standard sono clusterizzati a livello di Paese. In ulteriori specificazioni del modello sono state aggiunte variabili di controllo quali il logaritmo del PIL pro capite, la percentuale di individui con età superiore a 65 anni e il grado di apertura al commercio.

Il coefficiente δ descrive in quale misura la crisi del debito sovrano abbia influito sui Paesi dell'Eurozona in maniera diversa rispetto agli altri Paesi. Per valutare tale effetto, la misura di *downgrade* più adeguata corrisponde al cambio di



lettera (da A a BBB). Nel campione di Paesi presi in esame, tuttavia, l'unico Paese ad aver subito un *downgrade* di tale intensità al di fuori dell'area Euro è l'Islanda. Per questo motivo, al fine di verificare la robustezza delle stime ottenute, la stessa analisi è stata condotta considerando il *downgrade* consistente nella perdita di una lettera (da AAA ad AA, per esempio), che ha interessato un numero maggiore di Paesi, sia aderenti all'Eurozona o all'Unione Europea sia non appartenenti ad esse. La stessa equazione è stata stimata anche utilizzando l'approccio suggerito da Arellano e Bond (1991) per tener conto della struttura dinamica delle variabili dipendenti studiate.

Per quanto riguarda i principali servizi pubblici, un *downgrade* ha comportato un effetto negativo sia sulla spesa, come si evince nell'ambito dell'assistenza sanitaria, sia sull'organizzazione, come documenta l'incremento del numero di studenti per docente. Tuttavia, l'appartenenza all'Eurozona ha avuto un significativo effetto di compensazione, dal momento che i Paesi membri hanno mantenuto un livello di spesa più alto (ad eccezione del settore della giustizia civile), anche grazie all'aumento della pressione fiscale. Nel caso della spesa per le politiche a sostegno del mercato del lavoro, invece, la crisi ha comportato una variazione in aumento, a causa della rilevante crescita della disoccupazione. Nonostante l'appartenenza all'area Euro implichi di per sé una maggiore qualità dell'assistenza sanitaria, i Paesi dell'Euro interessati dalla crisi hanno subito un peggioramento dell'*Healthcare Access and Quality index* rispetto ad altri Paesi non Euro, che hanno subito una crisi economica di intensità analoga.

Per quanto riguarda la regolamentazione, i coefficienti stimati suggeriscono che per affrontare la crisi i Paesi dell'Eurozona hanno adottato misure più consistenti degli altri volte a:

1) incrementare l'efficienza del sistema giudiziario riducendo il numero di procedure, 2) migliorare la regolamentazione economica nei diversi ambiti valutati dagli indicatori "*Doing Business*", 3) liberalizzare il mercato dei prodotti e quello del lavoro, aumentandone la partecipazione femminile. Non risulta, però, alcun effetto statisticamente significativo associato ai programmi di assistenza dell'ESM, tranne nel caso della liberalizzazione del mercato del lavoro, soprattutto per quanto riguarda i contratti a tempo indeterminato.

Questa analisi mostra anche come il *downgrade* abbia avuto un impatto fortemente negativo sulle percezioni della qualità della *governance* di un Paese da parte dei cittadini: in particolare, i Paesi dell'Eurozona sono stati caratterizzati da un peggioramento più consistente di tale indicatore rispetto ad altri Paesi interessati dalla crisi economica, ma non facenti parte dell'unione monetaria. Analogamente, il *downgrade* risulta portare con sé anche un forte aumento del livello di corruzione percepita. In tal caso, però, l'appartenenza all'area Euro ha avuto un effetto positivo che ha compensato, almeno parzialmente, quello negativo associato al *downgrade*. Coerentemente con quanto finora emerso, la crisi ha indotto anche un sostanziale crollo del livello di fiducia nelle istituzioni nazionali e tale effetto risulta più intenso nei Paesi dell'Eurozona, come dimostra il coefficiente negativo e statisticamente significativo associato alla variabile *euro_downgrade*. Analizzando il livello di fiducia nel Parlamento Europeo e la partecipazione elettorale a livello nazionale, invece, benché si registri sempre un rilevante effetto negativo dovuto al *downgrade*, non si riscontra alcuna differenza significativa fra Paesi appartenenti e non appartenenti all'area Euro interessati dal medesimo *downgrade*. Rispetto a tutte queste variabili, i programmi di assistenza

non risultano avere effetti significativi. La percentuale di voti a favore dei partiti populistici, infine, non sembra influenzata da un *downgrade*: come già accennato, infatti, il consenso per questi partiti non è cresciuto solo nei Paesi interessati dalla crisi, ma in tutti i Paesi europei a causa del clima di crescente incertezza.

L'analisi basata su una misura alternativa di *downgrade* (il cambio di lettera) conferma le dinamiche appena descritte. Anche se gli effetti del *downgrade* sulle variabili riguardanti la spesa risultano più contenuti, continua a essere evidente come la qualità dei servizi pubblici non si sia deteriorata e i Paesi membri dell'Eurozona abbiano attuato riforme più consistenti in materia di efficienza e regolamentazione dei mercati. Mentre non sembrano più emergere effetti significativi del *downgrade* sulle percezioni relative a *governance* e corruzione, continua invece a delinearsi un impatto fortemente negativo sulla fiducia nelle istituzioni nazionali e sovranazionali, che risulta crollare ancora di più per effetto dell'inclusione nei programmi dell'ESM. Infine, abbiamo incluso il primo lag della variabile dipendente nell'equazione (4), che è stata quindi stimata utilizzando l'approccio GMM (Arellano e Bond, 1991). Sebbene alcune variabili esplicative perdano significatività, i segni risultano tutti coerenti con quelli ottenuti in precedenza. In particolare, il *downgrade* continua a essere correlato a una riduzione della spesa per l'assistenza sanitaria e a un forte miglioramento degli indicatori "*Doing Business*" nei Paesi dell'area Euro.

4. Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato le dinamiche di convergenza e divergenza che hanno interessato un gruppo omogeneo di Paesi appartenenti all'area Euro nel periodo compreso fra il 1990 e il 2016. Come numerosi studi hanno evidenziato,

questi Paesi sono stati caratterizzati da un rilevante processo di convergenza in termini di PIL pro capite in seguito alla costituzione dell'Unione Monetaria Europea nel 1999, mentre una forte divergenza è stata indotta dalla crisi economica e finanziaria globale (2008-09) e, soprattutto, dalla successiva crisi dell'Euro (2011-13).

I risultati di questa analisi, però, suggeriscono una prospettiva diversa. Nonostante l'insorgere della crisi economica, il processo di convergenza è proseguito, talvolta intensificandosi, dal punto di vista degli indicatori riguardanti la qualità di diversi servizi pubblici, quali istruzione, sanità e giustizia civile, la regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro e l'efficienza del sistema economico, colta da diversi indicatori "*Doing Business*". L'evidenza empirica dimostra, inoltre, come le riforme economiche attuate nei Paesi dell'Eurozona interessati dalla crisi economica siano state più consistenti di quelle implementate in altri Paesi sviluppati che hanno subito un fenomeno recessivo di analoga intensità.

In seguito alla crisi, tuttavia, emerge un significativo trend di divergenza per quanto riguarda le percezioni dei cittadini in merito alla qualità della *governance* e alla diffusione della corruzione, alla fiducia nelle istituzioni nazionali e sovranazionali e alla partecipazione elettorale. Tutte queste variabili, registrano, infatti, una forte flessione nei Paesi dell'area Euro che hanno subito le conseguenze più gravi della crisi. L'analisi econometrica chiarisce proprio come tale perdita di fiducia indotta dalla crisi economica sia stata più consistente nei Paesi dell'Eurozona rispetto ad altri Paesi membri dell'OCSE interessati dalla crisi.

Questo paper ha un valore principalmente descrittivo e non ha l'obiettivo di fornire una interpretazione causale dei risultati ottenuti, né di suggerire soluzioni per le problematiche



presentate. Alla luce delle divergenze di carattere socio-politico nei Paesi dell'area Euro, conseguenza della crisi e delle riforme attuate per contrastarne gli effetti, lo scopo principale di questo lavoro è quello di analizzare il tema della sostenibilità dei processi di convergenza, dal momento che è probabile che i futuri governi dei Paesi più coinvolti nella crisi prendano decisioni che vanno nella direzione opposta alle riforme implementate in questi ultimi anni. Il fenomeno della convergenza dovuta al crescente consenso per i partiti populistici di matrice nazionalista e alla crescita dello scetticismo nei confronti delle istituzioni europee porta ad interrogarsi sulla futura sostenibilità del progetto di integrazione economica e monetaria rappresentato dall'Unione Monetaria Europea.

Bibliografia

- Ahmad, E., Bordignon, M. and Brosio, G. (2016), *Multi-level Finance and the Euro Crisis. Causes and effects*, Edward Elgar Publishing Ltd.
- Alesina, A., Ardagna, S. and Trebbi, F. (2006), *Who adjusts and when? On the Political Economy of Reforms*, NBER Working Paper No. 12049.
- Alesina, A., Ardagna, S. and Galasso, V. (2008), *The Euro and Structural Reforms*, NBER Working Paper No. 14479.
- Alesina, A., Tabellini, G. and Trebbi, F. (2017), *Is Europe an optimal political area?*, NBER Working Paper No. 23325.
- Arellano, M. and Bond, S. R. (1991), *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*, *The Review of Economic Studies*, 58 (2): 277-297.
- Bargain, O., Dolls, M., Fuest, C., Neumann, D., Pestel, N., Peichl, A. and Siegloch, S. (2013), *Fiscal Union in Europe? Efficiency, Equity and Stabilizing Effects of an EU wide income tax*, *Economic Policy*, July 2013, 1-48.
- Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X. (1992), *Convergence*, *The Journal of Political Economy*, Volume 100, Issue 2.
- Brûha, J., Karber, M., Pierluigi, B. and Setzer, R. (2017), *Understanding sovereign rating movements in euro area countries*, European Central Bank, Working Paper Series No. 2011.
- Campos, N. F., Coricelli, F. and Moretti, L. (2014), *Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Counterfactuals Method*, IZA Discussion Paper Series, No. 8162.
- Campos, N. F., Coricelli, F. and Moretti, L. (2016), *Sweden and the Euro: The Neglected Role of EU Membership*, *European Policy Analysis*.
- Campos, N. F. and Macchiarelli, C. (2018), *Symmetry and Convergence in Monetary Unions*, LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 131/2018.
- Campos, N. F., Fidrmuc, J. and Korhonen, I. (2018), *A Meta-Analysis of the Effects of Currency Unions on Business Cycle Synchronisation*, *Journal of Economic Literature* E32, F42.
- Christl, M., Köppl-Turyňa, M. and Kucsera, D. (2018), *Public sector efficiency in Europe: Long-run trends, recent developments and determinants*, Agenda Austria Working Paper No. 14.
- Dvoroková, K. (2014), *Sigma Versus Beta-convergence in EU28 in financial crisis and postcrisis period*, WSEAS Transactions on Business and Economics No. 11.
- Dustmann, C., Eichengreen, B., Otten, S., Sapir, A., Tabellini, G. and Zoega, G. (2017), *Europe's Trust Deficit: Causes and Remedies*. CEPR Press.

European Central Bank (2015), *Real Convergence in the Euro area: evidence, theory and policy implications*, Economic Bulletin.

Eichengreen, B. (2007), *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton University Press.

Estrada, A., Galí, J. and López-Salido, D. (2012), *Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area*, 13th Jacques Polak Annual Research Conference.

Ferreiro, J., Gálvez, C., Gómez, C. and González, A. (2017), *Economic Crisis and Convergence in the Eurozone Countries*, Panoeconomicus, Vol. 64, Issue 2.

Giavazzi, F. and Tabellini, G. (2005), *Economic and political liberalizations*, Journal of Monetary Economics, No. 52.

Gokmen, G., Nannicini, T., Onorato, M. G. and Papageorgiou, C. (2017), *Policies in Hard Times: Assessing the Impact of Financial Crises on Structural Reforms*, Catholic University of the Sacred Heart, Department of Economics and Finance, Working Paper No. 71.

Gros, D. (2018), *Convergence in the European Union: Inside and outside the euro*, CEPS, Informal Meeting of Economic and Financial Affairs Ministers, Sofia, 27-28 April 2018.

Guiso, L., Herrera, H., Morelli, M. and Sonno, T. (2017), *Populism: Demand and Supply*, CEPR Discussion Paper No. 11871.

Heinen, N. and Kreutzmann, A. (2015), *A profile of Europe's populist parties. Structures, strengths, potential*, Deutsch Bank Research.

Kline, P. (2011), *The Impact of Juvenile Curfew Laws on Arrests of Youth and Adults*, American Law and Economics Review, Vol. 14, Issue 1, 44-67.

Laursen, F. (2013), *The EU and the Eurozone Crisis. Policy Challenges and Strategic Choices*, ASHGATE.

Mian, A., Sufi, A. and Trebbi, F. (2012), *Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises*, NBER Working Paper No. 17381.

Monfort, P. (2008), *Convergence of EU regions. Measures and evolution*, European Union Regional Policies No. 01.

Nicoletti, G., Scarpetta, S. and Lane, P. (2003), *Regulation, Productivity and Growth: OECD evidence*. Economic Policy, Vol. 18, No. 36.

Reinhart, C. M. (2002), *Default, currency crises and sovereign credit ratings*, World Bank Economic Review, Vol. 16, No. 2.

Serafinelli, M. and Tabellini, G. (2017), *Creativity over Time and Space*, CEPR Discussion Paper No. 12365.

S&P Global Ratings (2018), *General Description of the Credit Rating Process, as of March 21, 2018*.

Young, A., Higgins, M. J. and Levy, D. (2008), *Sigma Convergence versus Beta Convergence: Evidence from U.S. County-Level Data*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 40, No. 5.

Figure

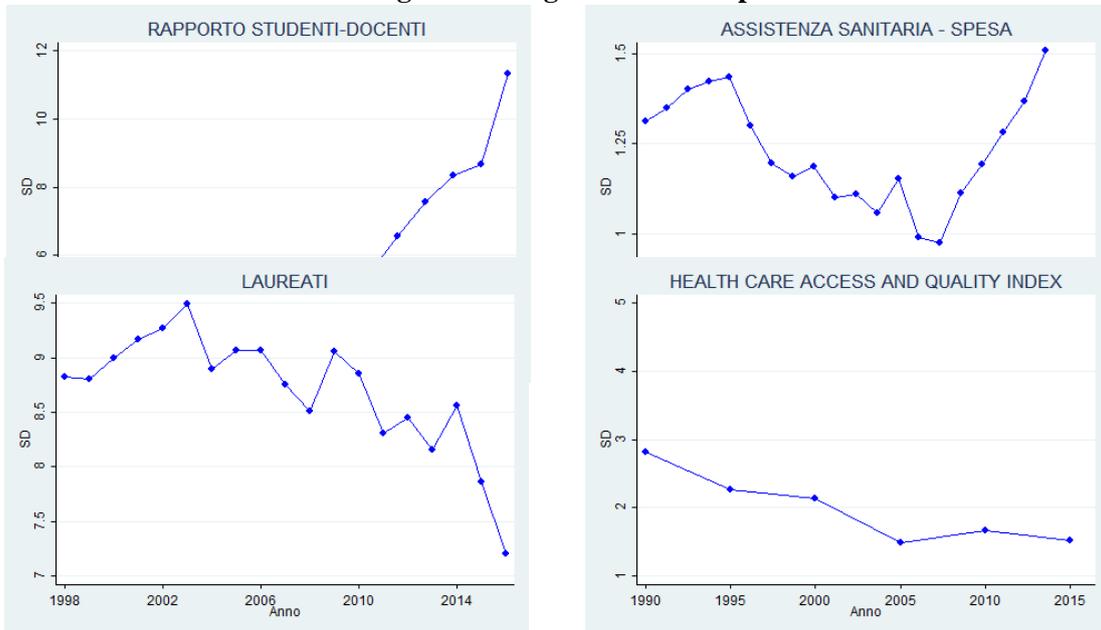
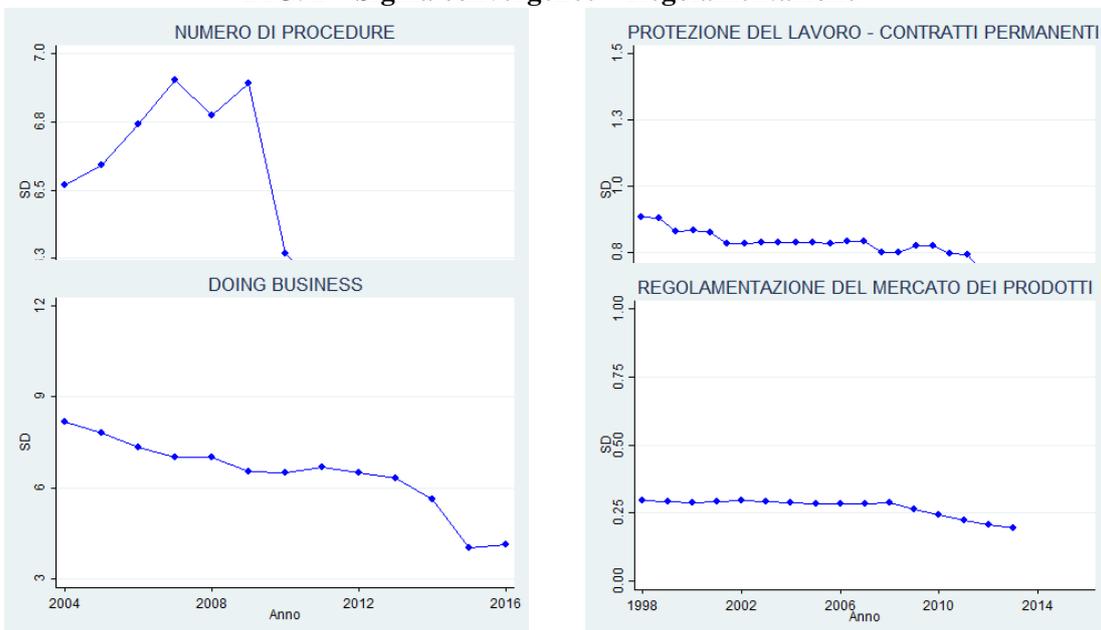
FIG. 1 – Sigma convergence – Servizi pubblici

FIG. 2 – Sigma convergence – Regolamentazione


FIG. 3 – Sigma convergence – Governance e fiducia nelle istituzioni

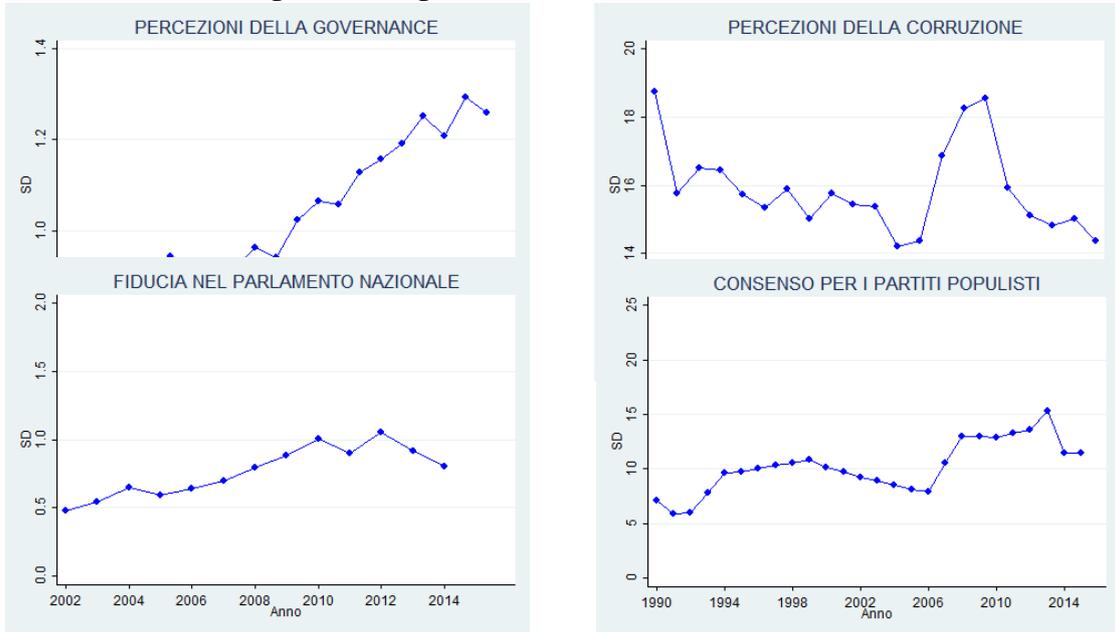


FIG. 4 – Event study – Regolamentazione del mercato del lavoro

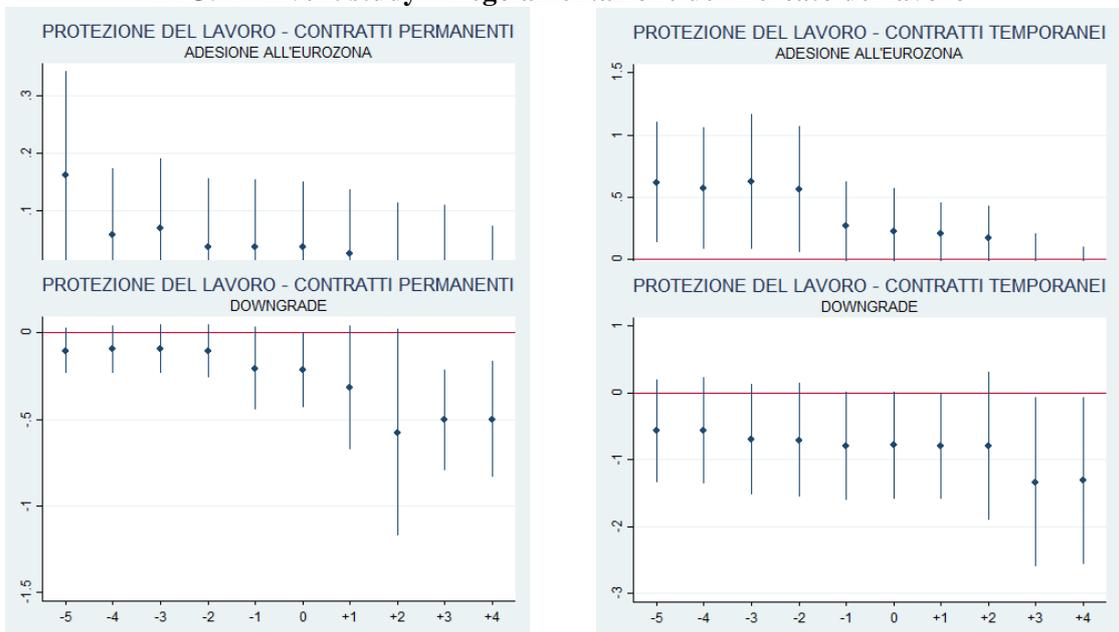


FIG. 5 – Event study – Doing Business e regolamentazione del mercato dei prodotti

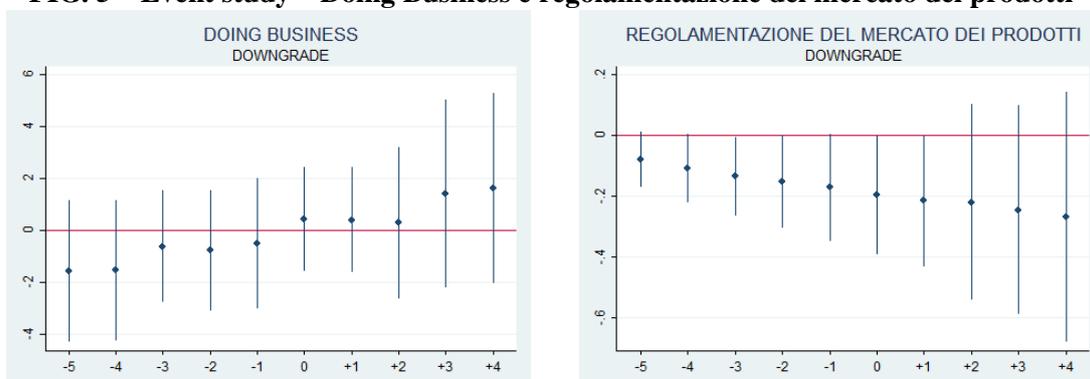


FIG. 6 – Event study – Percezioni della qualità della governance

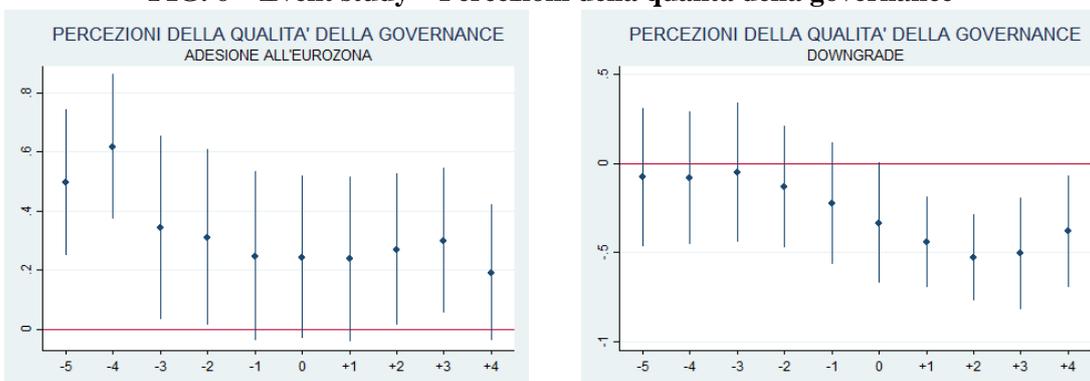
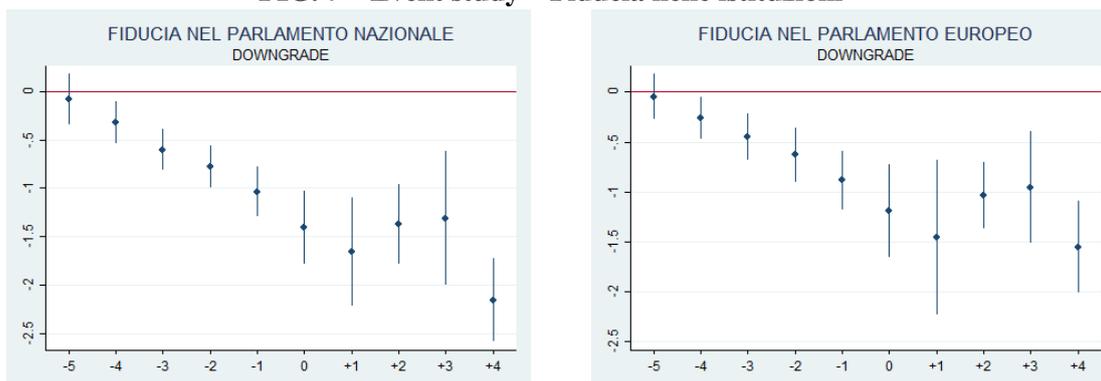


FIG. 7 – Event study – Fiducia nelle istituzioni



Nota: Nelle figure 4-7, l'anno in cui avviene l'evento studiato è identificato dallo zero sull'asse delle ascisse.