

Moneta e Credito, vol. 68 n. 271 (settembre 2015), 305-339

## **Benefici, problemi e prospettive dell'integrazione monetaria in Europa**

CARLO PANICO, FRANCESCO PURIFICATO, ELVIRA SAPIENZA \*

### **1.**

La crisi del debito nell'Unione Monetaria Europea (UME)<sup>1</sup> ha indebolito il consenso sulla convenienza dell'introduzione dell'euro. Tale esperienza aveva rappresentato un esempio apprezzabile dell'utilità di organizzare forme d'integrazione regionale per difendersi dall'instabilità finanziaria internazionale. Inoltre, ancora alla fine del 2009, il Fondo Monetario Internazionale (FMI), valutando positivamente i risultati dell'area euro in termini di stabilità economica, raccomandava ai paesi dell'est europeo di mettersi sotto la protezione delle istituzioni dell'UME.<sup>2</sup> Obiettivo di questo lavoro è riconsiderare i benefici e i problemi dell'introduzione dell'euro al fine di valutare le prospettive della zona.

Un'ampia letteratura ha esaminato l'intreccio tra squilibri strutturali e l'insoddisfacente organizzazione istituzionale dell'UME, evidenziando la natura complessa e multidimensionale della crisi (si vedano D'Ippoliti

---

\* Carlo Panico: Università di Napoli Federico II, email: [panico@unina.it](mailto:panico@unina.it). Francesco Purificato: Università di Napoli Federico II, email: [francesco.purificato@gmail.com](mailto:francesco.purificato@gmail.com). Elvira Sapienza: Università di Napoli Federico II, email: [sapienza@unina.it](mailto:sapienza@unina.it). Si ringrazia il finanziamento ricevuto dalla Commissione Europea al progetto di ricerca "Rethinking Finance for Stability and Growth", ai cui risultati questo lavoro attinge. Progetto Marie Curie, FP7 PEOPLE 2012 – IRSES, ReFiSt, Numero di riferimento: PIRSES-GA-2012-319014.

<sup>1</sup> Benché la definizione corretta sia Unione Economica e Monetaria, useremo in quel che segue la più comune espressione Unione Monetaria Europea.

<sup>2</sup> Per un'analisi critica sulla situazione dell'Europa dell'est nel 2008-2009 e della posizione del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e dell'Unione Europea, si veda Lutz e Kranke (2010).



e Roncaglia, 2011; e altri saggi pubblicati in questa stessa rivista).<sup>3</sup> Qui di seguito, pur facendo riferimento a vari contributi di questi anni, non proponiamo una rassegna della letteratura, ma suggeriamo elementi di riflessione sugli aspetti positivi dell'integrazione monetaria e sui problemi che occorre risolvere per ridare slancio e affidabilità a questa importante esperienza.

Inizieremo ricordando alcuni antecedenti storici che hanno portato all'Unione Europea e il fatto che l'introduzione dell'euro è parte di un processo messo in moto dalle autorità europee per difendere le economie e i cittadini dall'instabilità finanziaria internazionale. Vaglieremo poi alcuni benefici dell'unificazione monetaria, esaminando in che misura ha consentito ai paesi partecipanti di condividere con quelli più ricchi una posizione di privilegio nel sistema monetario internazionale. Indicheremo che tale posizione di privilegio ha permesso ai paesi della zona euro di evitare di aumentare le riserve ufficiali e i tassi d'interesse. Considereremo in seguito alcuni problemi legati alla partecipazione alla moneta unica, quali l'aumento degli squilibri nelle bilance dei pagamenti di alcuni paesi membri e gli inconvenienti causati dall'organizzazione istituzionale del processo di coordinamento tra la politica monetaria e fiscale. Pur riconoscendo la rilevanza di entrambi, argomenteremo che la crisi del debito è legata principalmente alle carenze dell'organizzazione istituzionale. Finiremo sostenendo che le prospettive dell'Eurozona dipendono da scelte che in passato hanno già segnato la storia europea. Si tratta di decidere se adottare un approccio basato sulla cooperazione tra i paesi membri o continuare, come si è fatto negli ultimi anni, a sponsorizzare un approccio centrato sui 'castighi' dei comportamenti disallineati. In questo momento, le scelte che le autorità europee devono fare per risolvere i problemi dell'area riguardano le regole di coordinamento delle politiche economiche. I risultati in termini di crescita, stabilità ed equità dipenderanno dalle decisioni di riformare l'organizzazione istituzionale dei processi di coordinamento delle politiche economiche, preferendo strumenti che promuovono la

---

<sup>3</sup> Tra i saggi pubblicati in questa rivista, si vedano Ciocca (2010), Lucarelli *et al.* (2013), Skydelski (2013). Altri sono stati pubblicati in una rivista a essa collegata (si vedano Sarcinelli, 2012; Bassanetti *et al.*, 2014; Botta, 2014).

cooperazione tra le autorità politiche nazionali. Se, al contrario, le autorità europee decideranno di mantenere in vita l'esistente organizzazione istituzionale, preferendo strumenti e incentivi essenzialmente basati sui 'castighi' dei comportamenti disallineati, il benessere dei cittadini dell'area euro sarà a rischio.

Il lavoro è così organizzato. Le sezioni 2 e 3 ricordano alcuni antecedenti della storia dell'Unione Europea. Le sezioni 4 e 5 discutono i benefici dell'appartenenza all'UME, in termini di collocazione nel sistema monetario internazionale e conduzione della politica monetaria. Le sezioni 6 e 7 illustrano alcuni problemi originati dall'unificazione monetaria. Le sezioni 8, 9 e 10 presentano le soluzioni adottate per tali problemi, evidenziando il ruolo che gli approcci basati sulla cooperazione e sui castighi hanno in esse. La sezione 11 termina discutendo le prospettive.

## 2.

La tentazione di amministrare le relazioni tra i paesi usando strumenti di castigo ha segnato negativamente la storia europea. Il Trattato di Versailles del 1919 e la politica internazionale dei paesi che avevano vinto la guerra, in particolare quella del ministro Clemenceau riguardante le relazioni con la Germania, sono esempi di approcci centrati sui castighi, che Keynes (1920) e altri autori di quel periodo criticarono. Nitti (1923) qualificò il Trattato di Versailles e la politica francese dei primi anni venti come incompatibili con la civiltà e decadenti dal punto di vista morale e intellettuale. Keynes (1923) recensì l'opera di Nitti elogiando le sue affermazioni, ma proponendo una posizione meno pessimista sulle prospettive future. Secondo Keynes, la politica francese sarebbe cambiata perché era dannosa per la stessa Francia.

Pochi giorni dopo la pubblicazione della recensione di Keynes, di fronte alla dichiarazione del governo tedesco di non poter pagare i danni di guerra imposti dal Trattato di Versailles, gli eserciti di Francia e Belgio occuparono la regione della Ruhr, dove si produceva l'80% del carbone e dell'acciaio tedesco. Il governo tedesco rispose con la dichiarazione di "resistenza passiva"; vale a dire, ordinò agli abitanti della Ruhr di

partecipare a uno sciopero a oltranza e di non collaborare con i tecnici francesi e belgi venuti per gestire gli impianti delle imprese tedesche. Il confronto politico-militare fu grave e le perdite economiche elevate: i danni indussero i paesi interessati a modificare le loro relazioni.<sup>4</sup> La nomina di Gustav Streseman, prima come cancelliere e poi come ministro degli esteri del governo tedesco, il dialogo che Streseman aprì con Aristide Briant, ministro degli esteri del governo francese e la mediazione politico-finanziaria dello statunitense Charles Dawes condussero a una maggiore collaborazione tra i paesi europei e alla concessione di un prestito USA alla Germania, la quale poté riprendere la via della crescita economica e del rispetto degli impegni internazionali.

Con la Conferenza di Locarno del 1925 il clima di cooperazione promosso da Briant e Streseman si rafforzò e i risultati ottenuti valsero ai due il Premio Nobel per la pace nel 1926. Briant e Streseman affermavano la necessità della cooperazione e della riconciliazione tra i paesi europei, promuovendo la ricerca d'interessi comuni e la rinuncia alla guerra come strumento di soluzione dei conflitti. Il 5 settembre del 1929, in un discorso pronunciato all'assemblea della Società delle Nazioni, Briant lanciò per la prima volta la proposta di creare un'Europa unita. Sfortunatamente, nell'ottobre dello stesso anno scoppiò la crisi finanziaria e la proposta di Briant perse rilevanza nel dibattito internazionale. La recessione aggravò il problema del debito pubblico tedesco e le politiche fiscali restrittive adottate per risolverlo produssero risultati negativi e favorirono l'ascesa di un nazionalismo aggressivo e del partito nazista. L'obiettivo di un'unione europea basata sugli ideali di riconciliazione, cooperazione, partecipazione e democrazia fu sostituito dalla ricerca di un'Europa unificata dalla dittatura, dal razzismo, dalla violenza, dalla sfiducia e dai castighi. Quest'approccio portò alla tragedia della II Guerra Mondiale.

Gli ideali di Briant, Streseman, Adenauer, Monet, Spinelli e di altri intellettuali e politici europei furono ripresi dopo la guerra e portarono all'istituzione della Comunità Europea, dell'Unione Europea e

---

<sup>4</sup> Il governo tedesco sostenne lo sciopero attraverso l'emissione di moneta che originò la grande inflazione della Repubblica di Weimar.

dell'UME.<sup>5</sup> Tale processo, pur favorendo gli interessi economici dei paesi membri attraverso l'integrazione commerciale, non si è limitato a questi aspetti e, ratificando gli ideali dei padri fondatori, si è esteso, dalla sua origine, agli aspetti sociali, vigilando sul rispetto dei diritti e della diversità culturale e sul dominio della politica sull'economia. I risultati sono stati vantaggiosi per i cittadini. Tuttavia negli ultimi anni, in linea con ciò che sta avvenendo in altre parti del mondo, gli ideali dei padri fondatori hanno perso forza e le autorità politiche europee si trovano nuovamente di fronte alla necessità di dovere scegliere se disciplinare le relazioni tra gli Stati membri utilizzando principalmente gli strumenti di cooperazione o quelli di castigo.

### 3.

L'introduzione dell'euro e della politica monetaria unica è stata un punto di arrivo di un processo messo in moto dalle autorità europee per difendere le economie e i cittadini dall'instabilità finanziaria internazionale. I primi segnali di questa instabilità si manifestarono nella seconda metà degli anni sessanta provocando la rottura degli accordi di Bretton Woods nel 1971. Le risposte delle autorità politiche europee furono la stesura del Rapporto Barre nel 1969 e la formulazione del Piano Werner nel 1970, il quale conteneva indicazioni sulle tappe che dovevano condurre all'istituzione della moneta unica. Nel 1972 un gruppo di paesi composto da quelli della Comunità Economica Europea (Germania, Belgio, Francia, Olanda, Italia e Lussemburgo), dalla Danimarca, l'Irlanda, la Norvegia e il Regno Unito, istituirono il Serpente Monetario Europeo e il Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria. Il primo era un sistema di accordi di cambio per ridurre le fluttuazioni delle divise

---

<sup>5</sup> Nel 1958, Belgio, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi costituiscono la Comunità Economica Europea; in seguito, a essa aderiscono Danimarca, Irlanda e Regno Unito nel 1973, Grecia nel 1981, e Spagna e Portogallo nel 1986. Nel 1993, la Comunità Economica Europea diviene Unione Europea, della quale divengono membri anche Austria, Finlandia e Svezia nel 1995; Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria nel 2004; e, infine, Bulgaria e Romania nel 2007.

europee entro limiti prestabiliti. Il secondo era un organismo di controllo delle posizioni di debito e credito generate dagli interventi delle banche centrali, volti a garantire il funzionamento del Serpente Monetario Europeo.

Nel 1979 i paesi dell'allora Comunità Economica Europea istituirono un altro sistema di 'cambi fissi aggiustabili', chiamato Sistema Monetario Europeo (SME), il quale imponeva una banda di oscillazione del cambio del 2,25% tra le divise europee.<sup>6</sup> Lo SME ha avuto un funzionamento soddisfacente fino all'abbandono dei controlli sui movimenti internazionali di capitali nei paesi membri. L'istituzione del Serpente Monetario e del Sistema Monetario Europeo perseguiva l'obiettivo di difendere le economie dei paesi membri, evitando che il rischio di cambio si trasferisse dal settore pubblico a quello privato.

Con l'avvicinarsi del definitivo abbandono dei controlli sui movimenti di capitale nei paesi dell'Europa continentale, l'Unione Europea promosse l'istituzione della moneta unica con il Rapporto Delors del 1989. Il Trattato di Maastricht del 1992 definì le norme per regolare l'UME e due anni dopo, nel 1994, fu creato l'Istituto Monetario Europeo, un organismo composto dalle banche centrali dell'Unione Europea con l'obiettivo di pianificare la definitiva introduzione della moneta unica. Nel 1999 l'UME iniziò a operare attraverso un insieme di nuove istituzioni create per garantire la crescita e la stabilità delle economie e per difendere i cittadini dalle conseguenze negative della crescente instabilità finanziaria internazionale.

#### 4.

I paesi dell'UME beneficiano dell'appartenenza all'unione monetaria condividendo con quelli più ricchi una posizione di privilegio in un sistema monetario internazionale caratterizzato da dimensioni spropositate delle transazioni finanziarie e libertà di movimento dei

---

<sup>6</sup> I paesi che parteciparono al Sistema Monetario Europeo furono Germania, Belgio, Danimarca, Francia, Olanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo. Il Regno Unito, che faceva parte della Comunità Economica Europea, entrò nel Sistema Monetario Europeo nel 1990.

capitali.<sup>7</sup> La partecipazione all'unione monetaria permette di poter contare su una valuta forte e ha consentito ai paesi membri di evitare l'aumento del rapporto riserve ufficiali/PIL e altri problemi derivanti dal funzionamento asimmetrico del sistema monetario internazionale. In esso alcune divise sono ritenute dagli operatori di migliore qualità e sono preferite come attività d'investimento quando aumenta l'incertezza nei mercati finanziari (si veda Prasad, 2014). Quest'asimmetria del sistema monetario internazionale, in cui esistono valute di classe A e valute di classe B, può chiarire perché il dollaro si rivalutò nel 2008, mentre la Lehman Brothers falliva e il sistema finanziario degli USA rischiava il collasso generale, e perché le liberalizzazioni finanziarie internazionali, invece di generare flussi netti di capitale dai paesi ricchi a quelli poveri, hanno generato un meccanismo per il quale i paesi poveri finanziano i ricchi, attraverso l'investimento delle riserve ufficiali in titoli denominati in valute di classe A (si veda Reinhart e Rogoff, 2004).

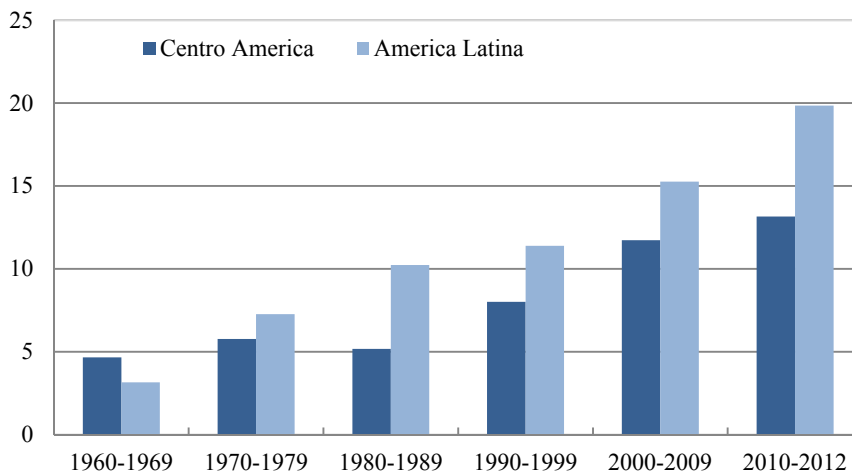
A differenza dei paesi più ricchi, quelli meno forti finanziariamente hanno dovuto accumulare negli ultimi decenni una quantità sempre maggiore di riserve ufficiali, per difendersi dai repentini movimenti di capitali (si vedano Mohanty e Turner, 2005; 2006; International Relations Committee Task Force, 2006). Tale tendenza, che riguarda tutti i paesi emergenti e in via di sviluppo, indipendentemente dal fatto che presentino surplus o deficit nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti, si è intensificata durante la crisi finanziaria, quando l'incertezza è aumentata e gli operatori hanno preferito investire in attività denominate nelle divise di classe A.

La figura 1 mostra i dati riguardanti il rapporto riserve ufficiali/PIL dei paesi dell'America Centrale e dell'America Latina. In questi paesi prevalgono quelli che presentano un deficit nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Si può notare che il rapporto è andato progressivamente aumentando e ancora più nel corso della crisi finanziaria recente.

---

<sup>7</sup> Come si osserverà in questa sezione citando autorevoli specialisti sul tema, in un sistema così organizzato, l'accumulazione di riserve ufficiali non può considerarsi un indicatore della forza di un'economia perché quelle più deboli devono accumulare riserve ufficiali per difendersi dall'instabilità finanziaria internazionale.

Figura 1 – *Rapporto riserve ufficiali-PIL, paesi selezionati (1960-2012)*  
(quote percentuali, medie)



Fonte: elaborazione su dati World Bank e FMI.

Al contrario, i paesi ricchi hanno potuto ridurre l'accumulazione di riserve ufficiali. La figura 2 conferma l'esistenza di un'asimmetria nel sistema monetario internazionale mostrando che il rapporto riserve ufficiali/PIL di Stati Uniti, Regno Unito e Canada è basso e tende a ridursi nelle ultime decadi prima della crisi.<sup>8</sup>

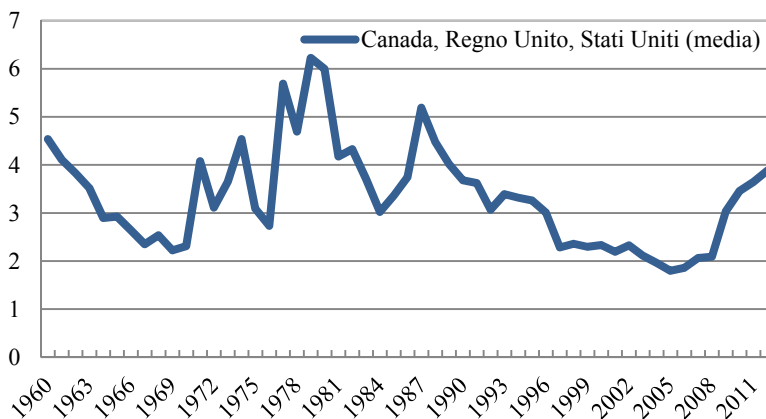
L'accumulazione di riserve valutarie per i paesi emergenti e in via di sviluppo pone vari problemi. Essa si ripercuote sull'emissione di base monetaria e, quindi, sui bilanci delle banche centrali e del sistema bancario, il quale in assenza d'interventi di sterilizzazione si ritroverebbe con un ammontare di base monetaria di dimensioni tali da rendere impossibile l'operare della politica monetaria. Le operazioni di sterilizzazione, necessarie per trasformare le attività a vista del sistema

<sup>8</sup> Il Canada è passato dal 5,1% negli anni sessanta e settanta, al 3,7% negli anni ottanta, al 3,3% negli anni novanta e al 3,8% nel nuovo millennio. Nelle stesse cinque decadi il Regno Unito è passato dal 3,3% al 5% al 4,9% al 3,8% e al 2,3%. Infine gli Stati Uniti sono passati dal 2,5% negli anni sessanta, al 2,7% negli anni settanta, al 3,6% negli anni ottanta, al 2,2% negli anni novanta e all'1,7% nel nuovo millennio.



bancario in attività a lungo termine, comportano però dei costi. Esse possono influire negativamente sull'amministrazione efficiente delle singole imprese finanziarie, sul funzionamento dell'intero sistema creditizio e sulla gestione del settore pubblico.<sup>9</sup>

Figura 2 – *Rapporto riserve ufficiali-PIL, paesi selezionati (1960-2012)*  
(quote percentuali, dati annuali)



Fonte: elaborazione su dati World Bank e FMI.

L'asimmetria esistente nel funzionamento del sistema monetario internazionale genera altre differenze tra il comportamento dei diversi paesi. Quelli meno ricchi non attivano la politica dell'*inflation targeting* secondo lo schema standard, per il timore che una svalutazione modesta

<sup>9</sup> Secondo Mohanty e Turner (2005 e 2006), gli interventi di regolazione monetaria vincolano gli investimenti delle banche e possono incidere negativamente sulla loro gestione efficiente. Per non influire sulla redditività degli istituti di credito, la banca centrale messicana emette, a sua discrezione, obbligazioni per conto del governo, le quali sono acquistate da queste istituzioni. Il ricavato delle emissioni è accantonato in depositi a scadenza infinita intestati al settore pubblico, il quale paga gli interessi sul debito emesso senza usufruire della liquidità corrispondente. Altri problemi che l'accumulo di riserve può comportare per l'efficace funzionamento del sistema finanziario sono stati rilevati da Reinhart e Reinhart (1998) e da Griffith-Jones *et al.* (2001).

possa convertirsi in un forte attacco speculativo.<sup>10</sup> Céspedes *et al.* (2013, p. 1) hanno argomentato che in America Latina la stabilità del tasso di cambio nominale è stata un obiettivo della politica monetaria senza che le banche centrali lo abbiano dichiarato esplicitamente (si vedano anche Canales-Kriljenko, 2003; Hüfner, 2004; BIS, 2005). Il tasso d'interesse che le banche centrali scelgono per implementare la politica monetaria non risponde solo al differenziale d'inflazione (*inflation-gap*) e di prodotto (*output-gap*), come previsto dal modello dell'*inflation targeting* (si vedano Svensson, 1999 e 2010; Woodford, 2003; Svensson e Woodford, 2005), ma è anche influenzato dall'andamento delle valute e dai tentativi di segnalare agli operatori finanziari la decisione di considerare il tasso di cambio come 'ancora' nominale.

La stabilità del tasso di cambio contribuisce al controllo dell'inflazione. Tuttavia, se il tasso d'inflazione nei paesi meno ricchi è più alto di quello dei paesi più ricchi, un tasso di cambio nominale stabile implica un apprezzamento del cambio reale e una perdita di competitività internazionale dell'economia. In queste condizioni, che si sono verificate nelle decenni recenti, il tasso di crescita del PIL non tende a realizzare a pieno le sue potenzialità. Inoltre, per evitare che avvengano flussi internazionali di capitali in uscita e svalutazioni del cambio, le banche centrali dei paesi meno ricchi sono costrette a scegliere tassi d'interesse più elevati di quelli dei paesi più ricchi. L'intera struttura dei tassi d'interesse dei paesi meno ricchi tende così a mostrare un'ampia differenza positiva con quella dei paesi più ricchi e anche questa condizione, che si è verificata nelle decenni recenti, incide negativamente sulla crescita del PIL.

## 5.

La presenza di una divisa quale l'euro, considerata di classe A dagli operatori, ha permesso ai paesi dell'UME di ridurre il rapporto riserve ufficiali-PIL e di evitare i problemi sopraelencati.

---

<sup>10</sup> Calvo e Reinhart (2002) parlano di *fear to float*; in realtà, si tratta di *fear to devalue*.

I dati che si presentano nella figura 3 mostrano il rapporto riserve ufficiali-PIL dei dodici paesi che nel 2002 costituivano la zona euro<sup>11</sup>, dei diciannove che attualmente la costituiscono<sup>12</sup> e dei paesi dell'Est-Europa in attesa di adottare l'euro.<sup>13</sup> Quelli che stanno già usando l'euro mostrano una marcata tendenza a diminuire il rapporto riserve ufficiali/PIL nelle ultime decadi.<sup>14</sup> La figura mostra pure che il valore medio di questo rapporto per i paesi che hanno iniziato a usare la moneta unica dopo il 2002 si è mantenuto inizialmente più alto, scendendo quando sono entrati nella zona euro. Infine, la figura mostra che i paesi dell'Est-Europa in attesa di usare l'euro hanno aumentato costantemente il rapporto riserve ufficiali/PIL, avvicinandosi al 30% negli anni della crisi finanziaria.

Infine, i dati statistici sui tassi d'interesse mostrano che la partecipazione all'UME ha arrecato benefici ai paesi membri anche sotto questo aspetto, evitando loro, fino alla crisi del debito del 2010, di attivare politiche monetarie che potessero influenzare negativamente i tassi di crescita del PIL. La figura 4 permette di confrontare l'andamento dei tassi d'interesse a dieci anni sul debito del settore pubblico della Germania e di altri paesi dell'UME. Essa mostra che la differenza tra i tassi era ampia prima dell'introduzione della moneta unica, quasi scompare fino all'inizio della crisi, e aumenta dal 2010 per ragioni che si discuteranno nelle sezioni seguenti, tornando a valori bassi dopo alcune decisioni sull'organizzazione istituzionale della politica economica prese dalle autorità europee nell'estate del 2012.

---

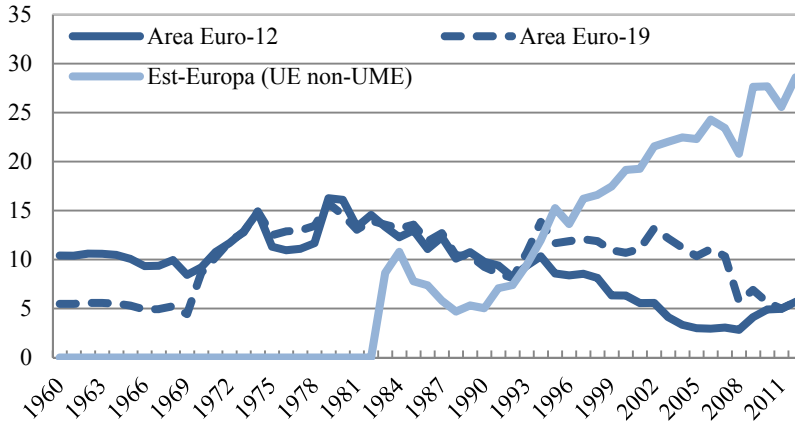
<sup>11</sup> I paesi sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Spagna.

<sup>12</sup> I sette paesi che sono entrati nell'UME dopo il 2002 sono: Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, Slovacchia nel 2009, Estonia nel 2011, Lettonia nel 2014 e la Lituania entrata il 1 gennaio nel 2015.

<sup>13</sup> I paesi dell'Unione Europea in attesa di adottare l'euro sono: Bulgaria, Croazia, Ungheria, Polonia, Repubblica Ceca, Romania.

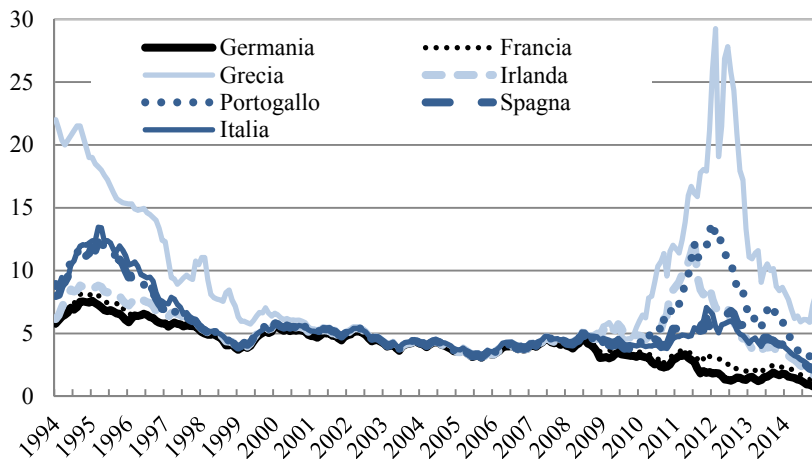
<sup>14</sup> Questa tendenza si manifesta anche nei dati dei singoli paesi, indipendentemente dalle condizioni prevalenti nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. La Germania, ad esempio, è passata dal 9,6% negli anni settanta e ottanta, al 5,2% negli anni novanta e al 4,1% nel nuovo millennio. La Grecia ha registrato valori intorno al 5,5% fino agli anni ottanta, una brusca salita (10,3%) negli anni novanta prima di essere ammessa alla zona euro e una marcata riduzione negli anni della partecipazione all'unione monetaria (3,3%). La Spagna è passata dal 4,4% degli anni sessanta al 9,5% degli anni novanta ed è scesa al 3,1% dopo il 2000.

Figura 3 – *Rapporto riserve ufficiali-PIL, paesi selezionati (1960-2012)*  
(quote percentuali, dati annuali)



Fonte: elaborazione su dati World Bank e FMI.

Figura 4 – *Tassi d'interesse sul mercato secondario per obbligazioni governative con maturità prossima ai 10 anni, paesi selezionati (1994-2014)* (valori percentuali, dati mensili)



Fonte: elaborazione su dati della Banca Centrale Europea (BCE).

## 6.

La crisi del debito in Europa ha evidenziato che, oltre ai benefici indicati nella sezione precedente, la partecipazione all'UME ha comportato anche problemi. Sia prima che dopo l'emergere della crisi del debito, la letteratura ne ha rilevato due particolarmente importanti:

- la cattiva organizzazione del processo di coordinamento tra la politica monetaria e fiscale;
- i disallineamenti strutturali nelle bilance dei pagamenti.

Entrambi i problemi hanno avuto un ruolo nella recente crisi del debito. Tuttavia, l'analisi della letteratura mostra l'esistenza di due interpretazioni della crisi: una che attribuisce il ruolo di causa principale agli squilibri delle bilance dei pagamenti, l'altra che centra l'attenzione sulle mancanze dell'organizzazione istituzionale.

I documenti ufficiali che propongono le politiche di austerità e gli autori che confidano nel funzionamento efficiente dei meccanismi di mercato affermano che la crisi è stata causata dai comportamenti opportunisti delle autorità politiche nazionali dei paesi coinvolti.<sup>15</sup> Questi comportamenti si sono concretati tanto nell'adozione di politiche fiscali non in linea con i vincoli imposti dalla partecipazione all'UME quanto nella scarsa vigilanza sulle istituzioni finanziarie il cui salvataggio è poi gravato sulle finanze pubbliche.<sup>16</sup> In entrambi i casi, il risultato è stato l'insorgere di un rilevante indebitamento delle amministrazioni pubbliche e di sensibili squilibri nella bilancia commerciale, problemi presenti con differente intensità nei paesi coinvolti nella crisi (Holinski *et al.*, 2012; Fernández-Villaverde *et al.*, 2013; Wyplosz, 2013; Honkapohja, 2014). In

---

<sup>15</sup> Krugman (2011a; 2011b), nei suoi editoriali sul *New York Times*, ha più volte criticato quest'interpretazione, che egli chiama "moralista", della crisi europea del debito sovrano. Egli ricorda che, particolarmente nei casi di Irlanda e Spagna, l'origine della crisi vada ricercata, più che nei comportamenti opportunistici delle autorità politiche, nella bolla speculativa del settore immobiliare. Krugman ha anche enfatizzato gli effetti deleteri delle politiche di austerità, sostenendo che la soluzione della crisi implica l'uso di politiche fiscali espansive e una maggiore integrazione fiscale dell'UME.

<sup>16</sup> Wyplosz (2013) identifica con il termine di "disciplina fiscale" ambedue gli aspetti: quello del rispetto degli equilibri di finanza pubblica e quello della corretta vigilanza sulle istituzioni creditizie.

sostanza, le autorità politiche nazionali hanno permesso ai propri cittadini di mantenere un tenore di vita superiore a quello che le risorse dell'economia avrebbero consentito. Secondo Sinn e Wollmershäuser (2011; 2012), questo comportamento delle autorità nazionali ha generato deficit non sostenibili nelle parti correnti della bilancia dei pagamenti, deficit che hanno causato, con il passar del tempo, una drastica riduzione dei prestiti interbancari alle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) di tali economie. La riduzione dei prestiti interbancari è stata compensata dall'incremento delle transazioni realizzate attraverso il sistema dei pagamenti TARGET, gestito dall'Eurosistema, e l'aumento di tali transazioni ha fatto crescere i cosiddetti "saldi del sistema TARGET" che sono debiti e crediti delle Banche Centrali Nazionali (BCN) dell'eurozona con la Banca Centrale Europea (BCE).<sup>17</sup>

Secondo Sinn e Wollmershäuser, la crisi del debito è simile a quelle della bilancia dei pagamenti che si sono verificate negli anni in cui valevano gli accordi di Bretton Woods. L'aumento dei saldi del sistema TARGET ha la stessa origine dei saldi della bilancia dei pagamenti in un regime di cambi fissi con la seguente differenza. Negli anni in cui valevano gli accordi di Bretton Woods, i deficit della bilancia dei pagamenti sarebbero stati pagati usando le riserve ufficiali. La riduzione delle riserve avrebbe causato una svalutazione della valuta dei paesi debitori, che avrebbe comportato, a sua volta, una riduzione dei salari e dei prezzi interni dei beni, espressi in moneta estera. Al contrario, nell'UME i deficit della bilancia dei pagamenti hanno generato un aumento dei saldi TARGET e la mancata riduzione delle riserve ufficiali ha evitato ai paesi debitori di confrontarsi con la disciplina dei meccanismi di mercato. Secondo Sinn e Wollmershäuser, l'aumento dei saldi TARGET ha permesso ai cittadini dei paesi debitori di mantenere un livello di vita "eccessivo" per le risorse disponibili nell'economia. I benefici concessi ai cittadini dei paesi debitori sono stati pagati da quelli dei paesi creditori, i quali hanno dovuto assumere rischi addizionali per i crediti che le proprie BCN si sono trovate ad avere verso la BCE nel sistema TARGET.

---

<sup>17</sup> Per un'analisi del funzionamento del sistema TARGET e dei suoi saldi, si veda Panico e Purificato (2013).

Quest'interpretazione delle cause della crisi porta a individuare la soluzione nelle politiche di austerità. In essa possiamo riconoscere le seguenti asserzioni sul comportamento delle autorità politiche e sul funzionamento del processo di coordinamento tra la politica monetaria e fiscale:

- ci sono autorità politiche nazionali virtuose, che rispettano le regole fiscali dell'UME, e altre non affidabili;
- le autorità politiche dei paesi che hanno subito attacchi speculativi non hanno rispettato le regole fiscali dell'UME;
- il funzionamento dell'unione monetaria permette a tali autorità di far pagare i costi dei loro comportamenti disallineati ai cittadini dei paesi che hanno rispettato gli accordi sovranazionali in materia fiscale;
- l'organizzazione istituzionale del processo di coordinamento tra la politica monetaria e fiscale non è in grado di evitare che alcune autorità nazionali tengano comportamenti opportunistici a favore dei propri elettori e a danno degli elettori di altri paesi;
- è necessario riformare l'organizzazione istituzionale del processo di coordinamento tra la politica monetaria e fiscale, imponendo restrizioni chiare alla politica fiscale e rafforzando le sanzioni (in altre parole, i castighi) ai paesi che non rispettano le regole fiscali stabilite.

## 7.

Alcuni autorevoli esperti del funzionamento dell'UME non condividono quest'interpretazione. In primo luogo, criticano l'idea che i deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti abbiano generato la crisi, esibendo analisi empiriche che mostrano che le variazioni nei saldi del sistema TARGET presentano una relazione di causalità più forte con le variazioni nei movimenti di capitale che con le variazioni nei conti correnti della bilancia dei pagamenti (Buitier *et al.*, 2011a e 2011b; BCE, 2011b; De Grauwe e Ji, 2012; Cecioni e Ferrero, 2012; Cecchetti *et al.*, 2012). Tali risultati permettono di interpretare gli aumenti dei saldi TARGET come il risultato di una crisi di fiducia nella capacità delle istituzioni europee di adottare i rimedi per superare la crisi e garantire la

sopravvivenza dell'UME, e non come il prodotto di disallineamenti nei conti correnti della bilancia dei pagamenti.<sup>18</sup>

L'esame cronologico dell'evoluzione dei tassi d'interesse sui debiti pubblici e dei saldi TARGET conferma questa posizione. Esso mostra che la crisi si manifesta e si approfondisce quando accadono eventi che gli operatori finanziari interpretano come incapacità delle autorità politiche di tutti i paesi di realizzare gli obiettivi per i quali le istituzioni dell'UME sono nate, vale a dire, difendere le economie e i cittadini dall'instabilità finanziaria internazionale (si veda Panico e Purificato, 2013). La crisi scoppiò nell'aprile-maggio 2010, in concomitanza con le elezioni nella regione tedesca della Renania-Westfalia, quando gli operatori finanziari scommisero che le autorità europee non avrebbero reagito a un attacco speculativo contro il debito pubblico greco fino a che le elezioni non fossero terminate (si veda la figura 5). Nei mesi successivi la crisi si aggravò quando, attraverso le dichiarazioni pubbliche e le dimissioni di alcune autorità nazionali, gli operatori finanziari percepirono che, per i conflitti d'interesse nazionali, le istituzioni europee, create per proteggere i cittadini degli stati membri dagli effetti negativi dell'instabilità finanziaria, non erano in grado di adempiere a tale finalità.<sup>19</sup>

La crisi si aggravò ulteriormente quando il 21 luglio 2011, per le pressioni esercitate da alcuni paesi che non avevano subito attacchi speculativi, il Consiglio dei Capi di Stato e di Governo dell'Unione Europea approvò una risoluzione a favore di un accordo sulla ristrutturazione del debito pubblico tra il governo greco e i possessori privati di questi titoli.<sup>20</sup> La BCE si era opposta a questa risoluzione

---

<sup>18</sup> L'analisi delle variazioni dei saldi TARGET di ciascun paese mostra che, in diversi casi, questi non presentano lo stesso segno delle esportazioni nette (Astarita e Purificato, 2013).

<sup>19</sup> L'11 maggio il presidente della *Bundesbank*, Weber, criticò la decisione della BCE di avviare un programma di acquisti di debito pubblico, scrivendo un articolo su un periodico tedesco. Il 25 ottobre 2010 il membro tedesco del comitato esecutivo della BCE pubblicò un articolo su un quotidiano tedesco chiedendo che le regole fiscali dell'UME fossero più rigide e le sanzioni più efficaci. Nel febbraio 2011 il presidente Weber della *Bundesbank* si dimise. Per un'analisi di questi eventi si veda Panico e Purificato (2013).

<sup>20</sup> Le pressioni furono esercitate per influire sui risultati di alcune elezioni nazionali. Il presidente Sarkozy e la cancelliera Merkel, alleata di Sarkozy contro il candidato



argomentando che avrebbe prodotto effetti negativi per la gestione del debito pubblico di altri paesi e per il funzionamento dei mercati interbancari. Gli eventi che seguirono confermarono le preoccupazioni della BCE. Ci fu un forte incremento della vendita dei titoli, inclusi quelli della Spagna e dell'Italia, che fino a quel momento erano stati toccati marginalmente dalla crisi.<sup>21</sup> I tassi d'interesse sui titoli pubblici di questi paesi aumentarono e non furono concessi nuovi prestiti interbancari alle loro IFM. In questa fase della crisi, i tassi d'interesse sul debito pubblico dei paesi già coinvolti crebbero ancora di più (si veda la figura 5) e i saldi TARGET aumentarono notevolmente, come mostra la figura 6.

Figura 5 – *Tassi d'interesse sul mercato secondario per obbligazioni governative con maturità prossima ai 10 anni, Grecia (2009 settembre-2010 dicembre; valori percentuali, dati giornalieri)*



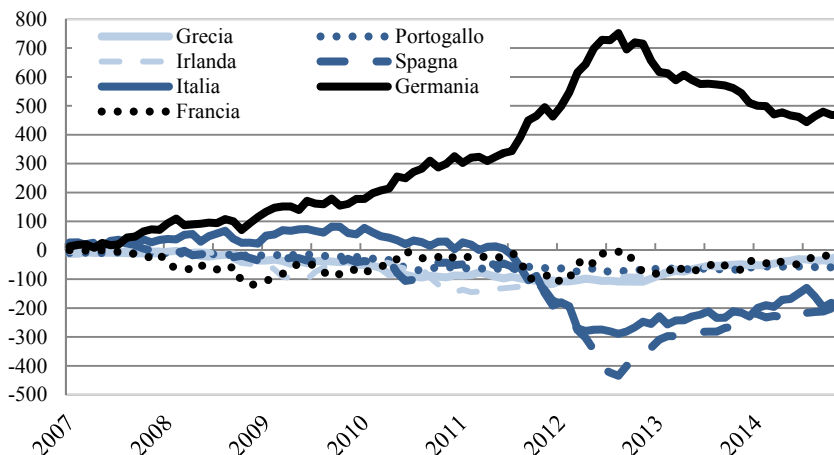
Fonte: elaborazione su dati *Trading Economics*.

---

socialista alla presidenza francese Hollande, furono tra quelli che maggiormente incisero sulle decisioni del Consiglio dei Capi di Stato e di Governo.

<sup>21</sup> Nel caso italiano i saldi accumulati del sistema TARGET erano stati positivi fino a luglio 2011 e divennero negativi dopo la dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo sulla ristrutturazione del debito greco.

Figura 6 – Saldi del sistema TARGET2, paesi selezionati (2007-2014)  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Euro Crisis Monitor.

La riforma del Patto di Stabilità e Crescita del novembre 2011 e l'approvazione del *Fiscal Compact*, il nuovo trattato sulle regole fiscali che rafforza le sanzioni dei comportamenti disallineati, del 2 marzo 2012, non riuscirono a ridurre i tassi d'interesse e i saldi del sistema TARGET (si vedano le figure 4 e 6).

Al contrario, nella primavera e all'inizio dell'estate del 2012 lo scioglimento dell'UME divenne uno scenario plausibile per i mercati finanziari. Nel discorso pronunciato il 26 luglio a Londra presso la *Global Investment Conference*, il primo di una serie d'interventi su questo tema, Draghi, il presidente della BCE, chiarì che l'UME non si sarebbe sciolta perché rappresentava il punto di arrivo di oltre cinquanta anni d'investimenti politici da parte dei cittadini europei e che la BCE era pronta a implementare nuove misure a beneficio dei paesi sotto attacco speculativo. La campagna di Draghi aprì un'altra difficile fase di confronto all'interno del Comitato Direttivo della BCE, che terminò il 6 settembre 2012 con l'approvazione di un nuovo programma di acquisti di debito pubblico da parte dell'Eurosistema, l'*Outright Monetary Transactions* (OMTs). Il programma, che permette l'acquisto illimitato di

titoli dei paesi che rispettano le regole fiscali, fu approvato con il voto contrario del presidente della Bundesbank. Da quel momento, come mostrano i dati, i tassi d'interesse e i saldi del sistema TARGET si sono ridotti.

L'interpretazione della crisi proposta in questa sezione ne attribuisce la responsabilità a tutte le autorità europee più che a quelle dei paesi che hanno subito attacchi speculativi. Le prime, pur sapendo – come si vedrà nella prossima sezione – che l'assetto istituzionale del processo di coordinamento della politica monetaria e fiscale era difettoso, l'hanno mantenuto in vita, con risultati negativi per la stabilità finanziaria e la crescita economica. Secondo questa interpretazione, per risolvere i problemi dell'UME qui considerati è necessario riformare l'organizzazione istituzionale del processo di coordinamento delle politiche economiche al fine di promuovere la partecipazione e la cooperazione tra tutte le autorità, ridurre i rischi di comportamenti opportunistici e utilizzare attivamente tutti gli strumenti di politica economica, inclusi quelli fiscali, per riprendere la crescita e assicurare il benessere dei cittadini.

## 8.

Dalle origini dell'UME la letteratura ha studiato la complessa organizzazione del processo di coordinamento tra le politiche economiche arrivando a risultati rilevanti prima della crisi del 2007-2008.

Una prima constatazione è che all'interno della complessa organizzazione istituzionale, gli strumenti di coordinamento denominati “leggeri” o a “*soft enforcement*”, perché tentano con il dialogo di convincere gli Stati membri ad avere comportamenti conformi ai fini comunitari, hanno funzionato soddisfacentemente, contribuendo a evitare che l'introduzione della moneta unica riducesse la disciplina fiscale dei governi nazionali almeno fino alla riforma del 2005 del Patto di Stabilità e Crescita (Fatás e Mihov, 2003 e 2010; Ioannou e Stracca, 2011; Panico e Vázquez Suárez, 2008; Panico e Purificato, 2013). I principali strumenti

“leggeri” (*soft*) di coordinamento sono la sorveglianza multilaterale, il sistema di allerta (*warnings*) e le cosiddette *peer pressures*.

Al contrario, la letteratura ha stabilito che gli “strumenti di coordinamento forte” o a “*hard enforcement*”, come il Patto di Stabilità e Crescita e le Procedure per Deficit Eccessivo, che stabiliscono regole rigide di condotta e sanzioni per i comportamenti disallineati, hanno funzionato male. I loro principali problemi sono:

- l’incapacità di generare comportamenti collaborativi tra le autorità europee;
- la rigidità delle regole fiscali prescritte, che non permette di usare tutti gli strumenti della politica economica per fronteggiare i problemi ciclici e strutturali delle diverse economie.

Von Hagen e Mundschenk (2003) hanno evidenziato che l’organizzazione istituzionale esistente nell’UME segue un approccio definito “limitato” (*restricted*), volto a monitorare le politiche fiscali nazionali e a sanzionare quelle che, secondo le autorità di coordinamento, incidono negativamente sui risultati economici di tutta la zona euro. In tale approccio, i castighi, cioè le sanzioni previste dalle norme delle Procedure per Deficit Eccessivo, giocano un ruolo centrale nel processo di coordinamento. Von Hagen e Mundschenk (2003, p. 288) sostengono che l’approccio “limitato” è incapace di generare comportamenti cooperativi tra le autorità monetarie e fiscali e ritengono necessario passare a un approccio “ampio” (*broad*), che possa creare un clima di cooperazione, sviluppando metodi, strumenti e incentivi per identificare, con la partecipazione di tutte le autorità, obiettivi comuni di politica economica e per realizzarli insieme. La proposta di Von Hagen e Mundschenk segnala la necessità di creare un clima positivo, attraverso la partecipazione degli attori del processo di coordinamento, all’individuazione degli interessi e dei benefici comuni. Inoltre, evidenzia che per evitare comportamenti opportunistici il sistema d’incentivi deve prevedere premi e non limitarsi a sanzionare. Come in tutti gli aspetti della vita umana, un sistema d’incentivi che si basa solo sui castighi, invece di generare partecipazione responsabile e unità d’intenti, tende a stimolare comportamenti ingannevoli e sleali.

Un esempio di coordinamento efficace nell'UME è rappresentato dalla gestione della politica monetaria. Il funzionamento dell'Eurosistema richiede un processo di coordinamento che assicuri che le decisioni sovranazionali, prese a Francoforte, siano applicate correttamente a livello nazionale. In questo caso, il sistema d'incentivi segue un approccio "ampio" e non "limitato". Le BCN partecipano direttamente al processo decisionale, elaborando valutazioni tecniche discrezionali per identificare interessi, obiettivi e azioni comuni di politica monetaria, rinunciando all'uso di regole rigide. In aggiunta, il sistema d'incentivi per il coordinamento della politica monetaria dell'UME si basa principalmente sui premi della lealtà istituzionale e del valore professionale. Per garantire la corretta esecuzione delle decisioni sovranazionali, i trattati europei e lo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea prevedono anche sanzioni.<sup>22</sup> Queste sono state disegnate per incidere sul potere dei funzionari delle BCN, imponendo che realizzino le decisioni comuni prese ed evitando di penalizzare i cittadini, come potrebbe accadere se l'attuazione delle decisioni sovranazionali fosse annullata. Vale la pena osservare che, a causa del buon funzionamento dell'approccio ampio scelto per coordinare la politica monetaria, non si è mai dovuto arrivare a usare queste sanzioni.

Oltre a von Hagen e Mundschenk (2003), altri autori hanno proposto di riformare l'organizzazione istituzionale del processo di coordinamento, affermando che la politica fiscale deve seguire la strada tracciata dalla politica monetaria dopo l'esperimento monetarista del 1979-1982. Questa ha ottenuto risultati soddisfacenti quando, dopo aver riconosciuto il fallimento delle regole rigide, come quella di Milton Friedman sulla crescita degli aggregati monetari, è stata istituzionalmente riorganizzata

---

<sup>22</sup> Secondo gli articoli 258 e 271(d) della versione consolidata del Trattato dell'Unione e del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (2008/C 115/01) e gli articoli 14.3 e 35.6 dello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea (Protocollo n. 4 della versione consolidata, 2008/C 115/01), in caso di conflitto tra una BCN e la BCE riguardo l'esecuzione degli obblighi della prima, la BCE, dopo aver esposto per iscritto le sue ragioni e aver dato alla BCN l'opportunità di chiarire le proprie, può chiedere a quest'ultima di conformarsi alle sue istruzioni in un tempo stabilito e, nel caso in cui la BCN non adempia, adire la Corte di Giustizia Europea per obbligarla a rispettare i suoi obblighi.

in modo da essere condotta discrezionalmente da autorità indipendenti. Pisani-Ferry (2002) e Wyplosz (2005) hanno proposto l'introduzione di "Comitati o Agenzie di politica fiscale" indipendenti, simili ai "Comitati di politica monetaria", sostenendo che possano generare risultati migliori rispetto a qualsiasi rigida regola numerica di politica fiscale.<sup>23</sup> Un'agenzia fiscale europea indipendente potrebbe decidere, anno dopo anno, il rapporto deficit pubblico/PIL che ciascun paese deve rispettare, tenendo in conto le condizioni cicliche e le necessità strutturali delle diverse economie. Le decisioni discrezionali dell'agenzia eviterebbero che il rapporto sia fissato rigidamente per legge, come avviene ora, al di fuori di qualsiasi considerazione riguardante i problemi ciclici e strutturali di ciascun paese.<sup>24</sup>

I benefici che possono derivare dall'istituzione di "Comitati o Agenzie di politica fiscale" in Europa e altrove furono evidenziati dalla letteratura già prima della crisi. Si osservò che negli anni novanta mentre la politica monetaria passava dall'uso di regole fisse a una riorganizzazione istituzionale che favoriva l'impiego di politiche discrezionali, la politica fiscale si dotava di regole rigide, come il Patto di Stabilità e Crescita, la *golden rule* inglese e altre adottate in diversi paesi, i cui risultati erano insoddisfacenti perché pro-ciclici, penalizzanti per la spesa in conto capitale del settore pubblico e incapaci di tenere conto dei problemi di breve e lungo periodo delle singole economie (si veda Blinder, 1997; Buiters e Grafe, 2004; Wyplosz, 2005; Panico e Vázquez Suárez, 2008). I problemi riguardanti la legittimità democratica di questi comitati o agenzie furono esaminati da Blinder (1997, p. 118), secondo cui è legittimo che organismi politici, democraticamente eletti, deleghino attività complesse a strutture tecniche, purché gli obiettivi che queste strutture devono perseguire siano definiti dalle autorità politiche. In quest'impostazione, le agenzie di sviluppo, quelle specializzate in infrastrutture, energie alternative, inquinamento, innovazione,

---

<sup>23</sup> Fatás e Mihov (2003; 2010) e Fatás *et al.* (2003) hanno una posizione simile a Pisani-Ferry e Wyplosz.

<sup>24</sup> Secondo Blinder (1997) e Wyplosz (2005), le agenzie fiscali indipendenti possono avere come obiettivo la sostenibilità del debito pubblico così come le autorità monetarie hanno come obiettivo la stabilità dei prezzi.

risanamento urbano, ecc., hanno legittimità democratica. Lo stesso può dirsi per le agenzie fiscali nel caso in cui perseguano un obiettivo come la stabilizzazione del debito pubblico e stabiliscano anno per anno, nel rispetto di quest'obiettivo, il rapporto deficit-PIL che un paese deve osservare, tenendo conto della necessità di utilizzare politiche anticicliche e politiche capaci di migliorare la competitività internazionale. Tale decisione, come quella concernente la fissazione del tasso d'interesse nella politica monetaria, ha un contenuto tecnico complesso e ha effetti positivi che trascendono il breve periodo e si osservano con chiarezza con il trascorrere del tempo.

Per Blinder (1997, p. 124) le agenzie fiscali possono intervenire anche sulla composizione delle entrate e delle uscite del bilancio dello Stato, benché queste decisioni abbiano un'incidenza diretta sulla distribuzione dei benefici tra i diversi gruppi sociali. In questo caso, però, le autorità politiche devono specificare dettagliatamente gli obiettivi che vogliono raggiungere sulla distribuzione del reddito. A parere di Blinder, la specificazione di questi obiettivi, che rappresenta un esercizio cruciale del corretto funzionamento della democrazia, non è sufficientemente trasparente nell'attuale gestione della politica fiscale.

Nel dibattito sull'organizzazione dei processi di coordinamento tra la politica fiscale e monetaria nell'area dell'euro, la discussione sull'introduzione di un'agenzia fiscale si è incrociata con quella sul ruolo dell'Eurogruppo, che dovrebbe contare su un potere formale di deliberazione che oggi non ha. La proposta di Pisani-Ferry (2002) di attribuire all'Eurogruppo poteri formali e vincolanti sulla politica fiscale europea, mettendo a sua disposizione una struttura tecnica in grado di valutare il *policy mix* fiscale e monetario più favorevole alla crescita dell'economia dell'area dell'euro e dei suoi Stati membri, si muove nel solco tracciato da Blinder.<sup>25</sup> Tale proposta deve essere comunque accompagnata da un cambio nel sistema d'incentivi per gli Stati

---

<sup>25</sup> Altre proposte che intendono procedere verso una maggiore integrazione fiscale europea attraverso "piccoli passi" (si veda De Grauwe, 2011, p. 6), come la creazione di agenzie specializzate in infrastrutture, energie rinnovabili, innovazione, ecc. (si veda Christodoulakis, 2012), si muovono nella stessa direzione.

nazionali, configurando un passaggio da un approccio limitato a uno ampio nel coordinamento delle politiche monetarie e fiscali.

I fallimenti dell'approccio limitato hanno contribuito a generare la crisi del debito, fornendo argomenti razionali per bloccare gli interventi dell'Eurosistema nei mercati dei titoli del debito pubblico. La stessa BCE (2011a, p. 71) ha giustificato la sua riluttanza a intervenire per stabilizzare i tassi d'interesse su questi titoli e normalizzare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, affermando che il processo di coordinamento esistente non garantiva l'assenza di problemi di rischio morale e di comportamenti opportunistici da parte delle autorità politiche nazionali; in altre parole, la BCE ha giustificato la sua riluttanza a intervenire rilevando che l'approccio limitato esistente generava comportamenti non cooperativi.<sup>26</sup>

Nel novembre del 2011 e nel marzo del 2012 le autorità europee introdussero rispettivamente il Nuovo Patto di Stabilità e Crescita e il *Fiscal Compact*, un trattato sulle regole fiscali. Tali decisioni, che continuano a confidare nell'uso di un approccio limitato, invece di introdurre le riforme necessarie per passare a un approccio ampio nel coordinamento della politica monetaria e fiscale, non hanno contribuito a migliorare la situazione. Al contrario, nella primavera e nell'estate del 2012 la crisi si è aggravata ed è stata posta in discussione la stessa sopravvivenza dell'UME. In questa situazione trova giustificazione e spiegazione il discorso del presidente della BCE pronunciato il 26 luglio, nel quale Draghi impegnava l'autorità monetaria a una difesa senza limiti della moneta unica.

Il 6 settembre del 2012, superando le contrapposizioni nel Comitato Direttivo, la BCE ha approvato il nuovo programma d'acquisto dei titoli del debito pubblico, l'*Outright Monetary Transactions*, con il voto contrario del presidente della Bundesbank. L'approvazione segnalò agli operatori che le posizioni più radicali sull'uso dei castighi per i comportamenti disallineati erano state isolate e avevano perduto forza all'interno del Comitato Direttivo. La BCE aveva riconquistato la sua capacità di stabilizzare i tassi d'interesse e il funzionamento del

---

<sup>26</sup> La posizione della BCE è stata sostenuta anche da vari esperti (si veda Wyplosz, 2010; 2011).



meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, sotto la pressione dei suoi oppositori, il programma fu approvato introducendo la condizione che solo i paesi che rispettano le regole fiscali dell'Unione possono beneficiare degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema.

## 9.

L'approvazione del programma *Outright Monetary Transactions* ha ridotto i tassi d'interesse, anche se i differenziali non hanno raggiunto i valori prevalenti prima della crisi (figura 4).

Alcuni dei fattori di rischio che possono giustificare la presenza di tali differenziali sono connessi con il mantenimento di un approccio limitato al coordinamento. I risultati negativi che le politiche di austerità stanno ottenendo incidono sui differenziali tra i tassi d'interesse, indebolendo la capacità delle autorità politiche nazionali di adempiere gli obblighi fiscali adottati a livello europeo. Le autorità che hanno imposto le politiche di austerità non avevano previsto tali risultati. Al contrario, avevano pronosticato un aumento dei tassi di crescita affermando che l'austerità avrebbe promosso un aumento del consumo e stabilizzato il rapporto debito pubblico-PIL. Gli errori e le ripetute correzioni che le autorità hanno dovuto introdurre nei tassi di crescita dei paesi coinvolti (si veda Panico e Purificato, 2013; Petraglia e Purificato, 2013) incidono sui differenziali tra i tassi d'interesse, contribuendo a generare un clima d'incertezza sul futuro della zona euro e sulla capacità delle autorità politiche nazionali di adempiere gli obblighi fiscali.<sup>27</sup>

Infine, Eichengreen e Panizza (2014) hanno messo in discussione la possibilità di rispettare le regole fiscali previste dal *Fiscal Compact*.

---

<sup>27</sup> I ripetuti errori hanno ulteriormente evidenziato la debolezza dell'idea che l'austerità è stabilizzatrice e capace di stimolare la crescita. Il saggio di Blanchard e Leigh (2013) sui moltiplicatori fiscali e gli errori di previsione del modello usato dalle autorità è il più noto tra quelli che hanno sollevato dubbi sull'efficacia delle politiche di austerità. Sapir *et al.* (2014), uno studio di un comitato istituito dal Parlamento Europeo, rappresenta un altro riferimento importante. Per un'analisi di questa letteratura, si veda Petraglia e Purificato (2013).

Esaminando l'esperienza storica sui casi che si sono verificati di avanzi fiscali strutturali elevati e duraturi, Eichengreen e Panizza affermano che la probabilità che le misure di questo Trattato siano rispettate nel tempo è bassa. Questa mancanza di fiducia nell'efficacia del Trattato contribuisce ad amplificare il clima d'incertezza sulle prospettive della zona euro. La condizionalità sul rispetto delle regole fiscali introdotta nel programma *Outright Monetary Transactions* trasferisce quest'incertezza al mercato dei titoli del debito pubblico e può essere considerata un altro fattore che incide sui differenziali tra i tassi d'interesse.

I risultati negativi delle politiche di austerità stanno danneggiando tutti i paesi dell'UME. Le economie sono in recessione e registrano tassi d'inflazione minori dell'obiettivo statutario della politica monetaria. Come sosteneva Keynes nella recensione al libro di Nitti, le politiche basate sui castighi sono dannose per gli stessi paesi che le suggeriscono. Nonostante i risultati negativi, le autorità europee continuano a insistere sull'approccio limitato. Tale ostinazione inibisce l'uso discrezionale della politica fiscale, che è la terapia più efficace per combattere la recessione. Questa soluzione richiede il passaggio a un approccio ampio al coordinamento delle politiche, in altre parole, richiede che le decisioni sui deficit di bilancio siano prese a livello sovranazionale in un clima di partecipata adesione e siano finanziate con l'emissione di *eurobonds* da parte della Commissione Europea.

## 10.

Di fronte all'ostinazione sull'approccio limitato, alla perdurante recessione e alla deflazione, il 5 giugno 2014 il Consiglio Direttivo della BCE ha annunciato il varo di nuove misure non convenzionali al fine di indurre le banche a incrementare il credito a favore del settore privato non finanziario e, in particolare, delle imprese.<sup>28</sup> Nel dettaglio, le principali misure varate dall'autorità monetaria sono le seguenti:

---

<sup>28</sup> Si veda il comunicato della BCE: *Introductory Statement to the Press Conference, with Q&A*, del 5 giugno 2014.

- riduzione del tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale dallo 0,25% allo 0,15% e applicazione di un tasso d'interesse negativo pari allo 0,10% sui depositi detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la BCE;<sup>29</sup>
- implementazione delle *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs), vale a dire, operazioni di rifinanziamento cui le istituzioni finanziarie potranno accedere in ragione dei prestiti erogati al settore non finanziario, con l'esclusione dei mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni;
- accelerazione dei lavori preparatori all'avvio del programma di acquisto di *Asset-Backed Securities* (ABSs), vale a dire, attività finanziarie che abbiano come sottostante un paniere semplice e trasparente di prestiti erogati al settore non finanziario.

Con riferimento alle TLTROs, queste si svolgono con cadenza trimestrale dal settembre 2014 fino al termine del 2016. Nelle operazioni attuate nel corso del 2014, a settembre e a dicembre, le istituzioni finanziarie potevano ottenere prestiti per un ammontare non superiore al 7% dei crediti erogati al settore non finanziario, con esclusione dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, così come contabilizzati nei bilanci al 30 aprile 2014, pari a circa 400 miliardi di euro. Il tasso d'interesse applicato è stato determinato imputando una maggiorazione di dieci punti base rispetto a quello praticato sulle operazioni di rifinanziamento principale. La maggiorazione è stata eliminata per le TLTROs che si svolgono dal marzo 2015, per le quali il tasso d'interesse applicato è pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principale.<sup>30</sup> Il meccanismo predisposto punta a promuovere un incremento del credito a beneficio del settore non finanziario, innescando anche una sorta di circolo virtuoso, giacché dal marzo 2015 il limite massimo per i finanziamenti erogabili con le TLTROs è ricalcolato sulla base delle evidenze contabili successive al 30 aprile 2014.

---

<sup>29</sup> In seguito, il Consiglio Direttivo della BCE ha ulteriormente ridotto il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale allo 0,05% e ha portato il tasso d'interesse negativo sui depositi allo 0,20% (si veda il comunicato della BCE: *Introductory Statement to the Press Conference, with Q&A*, del 4 settembre 2014).

<sup>30</sup> Si veda il comunicato della BCE: *Introductory Statement to the Press Conference, with Q&A*, del 22 gennaio 2015.

Tuttavia, le prime due operazioni di rifinanziamento di questa tipologia hanno evidenziato risultati alquanto deludenti. A fronte di un limite massimo di finanziamenti erogabili pari a circa 400 miliardi di euro, le IFM hanno richiesto e ottenuto prestiti per soli 212,14 miliardi,<sup>31</sup> a testimonianza di quanto la recessione indotta dalle politiche di austerità abbia indebolito la domanda di credito da parte di famiglie e imprese.

Il programma di acquisto delle ABSs è stato implementato dal novembre 2014. A esso è stato anche affiancato quello di acquisto delle obbligazioni garantite, iniziato il mese precedente. Entrambi i programmi hanno adottato criteri di ammissibilità per le attività finanziarie ammesse che non penalizzano i paesi maggiormente in difficoltà, quali la Grecia e Cipro; il tutto al fine di promuovere un miglior funzionamento di specifici segmenti dei mercati finanziari e consentire un più facile accesso al credito per il settore non finanziario della zona euro.<sup>32</sup> All'inizio di gennaio 2015 la liquidità immessa nel sistema finanziario attraverso le operazioni condotte nell'ambito di questi due programmi ammontava a 35,2 miliardi di euro, di cui 33,1 imputabili al programma di acquisto di obbligazioni garantite e il resto a quello delle ABSs.<sup>33</sup>

La dimensione delle misure non convenzionali adottate dalla BCE nel corso degli ultimi mesi è notevole, soprattutto se consideriamo che il valore delle operazioni attuate, pari a 247,34 miliardi di euro, equivale a 1,37 volte il PIL della Grecia.<sup>34</sup> Nondimeno, la recessione si è acuita e il tasso d'inflazione per la zona euro si è ulteriormente ridotto

---

<sup>31</sup> In particolare, nella TLTRO di settembre sono stati assegnati prestiti per un valore di 82,6 miliardi di euro, mentre in quella di dicembre le erogazioni sono state di 129,8 miliardi (si vedano, rispettivamente, i *Weekly Financial Statements* pubblicati dalla BCE riferiti alle date del 26 settembre 2014 e del 19 dicembre 2014).

<sup>32</sup> Si vedano i comunicati della BCE: *Introductory Statement to the Press Conference, with Q&A*, del 2 ottobre e del 6 novembre 2014.

<sup>33</sup> Si veda il *Weekly Financial Statements* pubblicato dalla BCE riferito alla data del 16 gennaio 2014.

<sup>34</sup> Questo al netto dell'effetto di sostituzione, in base al quale le istituzioni finanziarie hanno utilizzato le TLTROs in sostituzione di altri canali di finanziamento disponibili presso l'autorità monetaria. È opportuno anche ricordare che già nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, in concomitanza con la ristrutturazione del debito greco, la BCE era intervenuta a favore delle istituzioni finanziarie attraverso le *Longer-Term Refinancing Operations (LTROs)*. In tale circostanza i prestiti erogati ammontarono a circa 1000 miliardi di euro, oltre 5 volte il PIL della Grecia.

allontanandosi ancor più dall'obiettivo statutario del 2%; tanto che nella riunione del 22 gennaio 2015, il Consiglio Direttivo della BCE è stato costretto a varare un programma esteso di acquisti di attività finanziarie: l'*Asset Purchase Programme* (APP). Tale programma, oltre ad inglobare i due precedenti, quello concernente le obbligazioni garantite e quello riferito alle ABSs, considera ammissibili anche le obbligazioni pubbliche emesse dai paesi appartenenti all'UME; tenendo conto, però, che per i paesi che beneficiano dei programmi di assistenza finanziaria l'ammissibilità delle loro attività verrebbe meno qualora non rispettassero le condizionalità associate ai rispettivi programmi. Gli acquisti iniziati nel marzo 2015 si protrarranno almeno fino al settembre 2016 per un controvalore mensile di 60 miliardi di euro. Le eventuali perdite connesse agli acquisti delle obbligazioni pubbliche saranno imputabili per il 20% alla BCE e per il restante 80% alle BCN. La principale motivazione che ha spinto il Consiglio Direttivo a varare questo nuovo programma risiede nel fatto che la liquidità immessa nel sistema economico attraverso le precedenti misure non convenzionali è stata notevolmente inferiore rispetto alle attese, determinando così un forte incremento del rischio che s'innesci un intenso processo deflattivo (si veda BCE, 2015).

Le incertezze che gravano sull'azione della BCE sono comunque notevoli, perché sarà in grado di stimolare la domanda di beni se il sistema bancario trasformerà la liquidità ottenuta in crediti a favore del settore non finanziario e non in acquisti speculativi di attività sui mercati finanziari. Inoltre, le misure non convenzionali adottate dalla BCE pongono anche un problema di carattere distributivo, poiché i suoi diretti beneficiari sono le istituzioni finanziarie e non i cittadini europei che stanno sopportando la maggior parte dei costi generati dalla perdurante recessione.

In questa situazione appare ancora più inadeguata e irragionevole la scelta di non utilizzare la spesa per beni e servizi generata da una politica fiscale coordinata e finanziata a livello europeo. Lo stesso Piano Juncker, dal nome del nuovo presidente della Commissione Europea a seguito delle elezioni svoltesi nel maggio del 2014, appare inadeguato. Pur ipotizzando nuovi investimenti per un valore di circa 315 miliardi di euro, conta su appena sessanta miliardi di risorse pubbliche: la restante parte

degli investimenti dovrà essere finanziata con risorse private, grazie ad un effetto di leva generato dal ruolo di coordinamento svolto dalla Banca Europea per gli Investimenti.

In conclusione, la scelta di ingabbiare la politica fiscale all'interno di regole rigide dettate dal mito dell'austerità non sembra confacente ai problemi sollevati dalla crisi del debito. Al contrario, la risposta efficace alle sofferenze dei cittadini europei, gravati da una crisi economica di eccezionale durata, deve essere incardinata su una politica fiscale espansiva, coordinata a livello europeo attraverso regole flessibili che nello stesso tempo promuovano una maggiore integrazione fiscale almeno nell'ambito dell'UME.

## 11.

L'esperienza d'integrazione monetaria realizzata nella zona euro ha portato ai paesi membri importanti vantaggi in termini di posizione nel sistema monetario internazionale, vantaggi che si sono riflessi sull'accumulazione delle riserve ufficiali e sui tassi d'interesse. Dopo il 2010, i fallimenti nell'organizzazione istituzionale del coordinamento della politica monetaria e fiscale hanno contribuito a fare aumentare i tassi d'interesse sul debito pubblico di alcuni paesi. Queste manchevolezze erano note prima della crisi del 2007 ed erano state discusse in un dibattito che aveva individuato problemi e soluzioni. La responsabilità della crisi del debito, che poteva facilmente essere evitata, ricade quindi principalmente su tutte le autorità politiche europee perché hanno mantenuto in vita un assetto istituzionale del processo di coordinamento della politica monetaria e fiscale che si conosceva come difettoso, e perché non sono state capaci di porre in secondo piano l'interesse nazionale per perseguire quello dell'intera zona.

Le prospettive dell'UME dipendono dalle scelte politiche di tutte le autorità europee. Si tratta di abbandonare quello che nel dibattito che si sviluppò prima della crisi fu definito un approccio limitato al processo di coordinamento. L'adozione di quest'approccio ha portato all'introduzione di regole fiscali rigide e di un sistema d'incentivi basato sui castighi per i

comportamenti disallineati. Invece dell'approccio limitato, le autorità europee dovrebbero scegliere un approccio ampio, basato sulla solidarietà e su un sistema d'incentivi centrato su premi e castighi. Rispetto all'approccio limitato, quello ampio ha una maggiore probabilità di risolvere la crisi della zona euro, di riavviare la crescita e garantire il benessere dei cittadini.

Nel dibattito sviluppatosi prima della crisi, l'adozione di un approccio ampio era in linea con l'introduzione di un'agenzia fiscale europea capace di individuare su base tecnica il mix di politica fiscale e monetaria più conveniente per l'intera zona euro. L'agenzia deve essere responsabile della sostenibilità del debito pubblico, indicando anno per anno il rapporto deficit/PIL più adeguato per ciascun paese, tenuto conto delle condizioni cicliche e strutturali delle diverse economie. Questo passaggio da regole rigide alla discrezionalità tecnica supportata da una riorganizzazione istituzionale, oltre a trasferire alla politica fiscale modifiche già introdotte con successo nella politica monetaria, deve essere accompagnato dall'introduzione di un sistema d'incentivi capace di indurre le autorità politiche nazionali a rispettare senza esitazione le decisioni prese comunitariamente, così come accade nella politica monetaria dell'UME.

Senza avere la pretesa di risolvere problemi complessi che vanno al di là degli obiettivi di questo saggio, vogliamo qui indicare che tra gli elementi premianti del sistema d'incentivi può esserci una politica europea delle infrastrutture finanziata con l'emissione di *eurobonds* da parte della Commissione Europea. L'implementazione di questa politica può prestare attenzione alla lealtà delle autorità politiche nazionali nell'eseguire le decisioni prese a livello sovranazionale, e premiarla. Tra i suoi elementi di castigo può esserci il trasferimento dei poteri sull'esecuzione di progetti comunitari alle autorità europee in caso di violazione da parte delle autorità nazionali degli accordi presi a livello sovranazionale. Mantenendo in vita il progetto e trasferendo i poteri esecutivi su di esso, si penalizzano le autorità nazionali che non rispettano gli accordi presi e non i cittadini delle zone interessate.

Come Keynes aveva indicato, gli approcci basati sui castighi sono dannosi per tutti. La speranza è che questa volta i paesi europei sappiano

riconoscere per tempo il valore di quest'affermazione e prendere decisioni nell'interesse di tutti i cittadini.

## BIBLIOGRAFIA

- ASTARITA C. e PURIFICATO F. (2013), "TARGET2 Imbalances and the Need of a Lender of Last Resort", *MPRA Working Paper*, n. 51124, Monaco.
- BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE) (2011a), "The European Stability Mechanism", *Monthly Bulletin*, luglio, pp. 71-84.
- (2011b), "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, ottobre, pp. 35-40.
- (2015), "The Governing Council's Expanded Asset Purchase Programme", *Economic Bulletin*, vol. 1, pp. 15-18.
- BASSANETTI A. BUGAMELLI M., MOMIGLIANO S., ZOLLINO F. (2014), "The Policy Response to Macroeconomic and Fiscal Imbalances in Italy in the Last Fifteen Years", *PSL Quarterly Review*, vol. 67 n. 268, pp. 55-103.
- BANK of INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2005), "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications", *BIS Papers*, n. 24, Bank of International Settlements, Basilea.
- BLANCHARD D. e LEIGH D. (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Papers*, n. 13/1, Fondo Monetario Internazionale, Washington (DC).
- BLINDER A.S. (1997), "Is Government Too Political?", *Foreign Affairs*, vol. 76 n. 6, pp. 115-126.
- BOTTA A. (2014), "Structural Asymmetries at the Roots of the Eurozone Crisis: What's New for Industrial Policy in the EU?", *PSL Quarterly Review*, vol. 67 n. 269, pp. 169-216.
- BUITER W.H., RAHBARI E. e MICHELS J. (2011a), "The Implications of Intra-Euro Area Imbalances in Credit Flows", *CEPR Policy Insight*, n. 57, Centre for Economic Policy Research, Londra.
- (2011b), "Making Sense of Target Imbalances", *VoxEU.org*, 6 settembre.
- BUITER W.H. e GRAFE C. (2004), "Patching Up the Pact: Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union", *Economics of Transition*, vol. 12 n. 1, pp. 67-102.
- CALVO G. e REINHART C. (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 n. 2, pp. 379-408.
- CANALES-KRILJENKO J.I. (2003), "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey", *IMF Working Paper*, n. WP/03/95, Fondo Monetario Internazionale, Washington (DC).
- CECCHETTI S.G., MCCAULEY R.N. e MCGUIRE P.M. (2012), "Interpreting TARGET2 Balances", *BIS Working Papers*, n. 393, Basilea.
- CECIONI M. e FERRERO G. (2012), "Determinants of TARGET2 Imbalances", *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, n. 136, Banca d'Italia, Roma.



- CÉSPEDES L.F., CHANG R. e VELASCO A. (2013), "Is Inflation Targeting still on Target? The Recent Experience of Latin America", *Inter-American Development Bank Working Paper Series*, n. 384, Washington (DC).
- CHRISTODOULAKIS N. (2012), "Greek Crisis in Perspective: Origins, Effects and Ways out", in Durlauf S.N. e Blume L.E. (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, Londra.
- CIOCCA P. (2010), "La specificità italiana nella crisi in atto", *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 249, pp. 51-58.
- DE GRAUWE P. (2011), "European Monetary Union", in Durlauf S.N. e Blume L.E. (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, Londra.
- DE GRAUWE P. e JI Y. (2012), "What Germany Should Fear Most Is Its Own Fear. An Analysis of Target2 and Current Account Imbalances", *CEPS Working Document*, n. 368, Centre for European Policy Studies, Bruxelles.
- D'IPPOLITI C. e RONCAGLIA A. (2011), "L'Italia: una crisi nella crisi", *Moneta e Credito*, vol. 64 n. 255, pp. 189-227.
- EICHENGREEN B. e PANIZZA U. (2014), "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?", *NBER Working Paper*, n. 20316, Cambridge (MA).
- FATÁS A. e MIHOV I. (2003), "On Constraining Fiscal Policy Discretion in EMU", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 19 n. 1, pp. 112-131.
- (2010), "The Euro and the Fiscal Policy", in Alesina A. e Giavazzi F. (a cura di), *Europe and the Euro*, National Bureau of Economic Research e University of Chicago Press, Chicago, pp. 287-324.
- FATÁS A., VON HAGEN J., HUGHES HALLETT A., STRAUCH R.R. e SIBERT A. (2003), "Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact", *Monitoring European Integration*, n. 13, Centre for Economic Policy Research, Londra.
- FERNÁNDEZ-VILLAVARDE J., GARICANO L. e SANTOS T. (2013), "Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27 n. 3, pp. 145-166.
- GRIFFITH-JONES S., MONTES M.F. e NASUTION A. (2001), "Managing Capital Surges in Emerging Economies", in Griffith-Jones S., Montes M. F. e Nasution A. (a cura di), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press, Oxford, pp. 263-290.
- HOLINSKI N., KOOL CLEMENS J.M. e MUYSKEN J. (2012), "Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 94 n. 1, , pp. 1-20.
- HONKAPOHJA S. (2014), "The Euro Area Crisis: A View from the North", *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, pp. 260-271.
- HÜFNER F. (2004), "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument. Evidence for Inflation Targeting Countries", *ZEW Economic Studies*, n. 23, Physica-Verlag, Heidelberg.
- INTERNATIONAL RELATIONS COMMITTEE TASK FORCE (2006), "The Accumulation of Foreign Reserves", *European Central Bank Occasional Paper Series*, n. 43, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno.
- IOANNOU D. e STRACCA L. (2011), "Have Euro Area and EU Governance Worked? Just the Facts", *European Central Bank Working Papers Series*, n. 1344, maggio, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno.

- KEYNES J.M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt Brace, New York; ripubblicato (1971), *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. II, a cura di E. Johnson e D.E. Moggridge, Macmillan and Cambridge University Press for The Royal Economic Society, Londra.
- (1923), “Review of a Book by Francesco Nitti on *The Decadence of Europe: the Paths of Reconstruction*”, Henry Holt and Company, New York; ripubblicato (1978), *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. XVIII, *Activities 1922-1932. The End of Reparation*, a cura di Elizabeth Johnson, Macmillan and Cambridge University Press for The Royal Economic Society, Londra, pp. 113-115.
- KRUGMAN P. (2011a), “Can Europe Be Saved”, *New York Times*, 12 gennaio, disponibile alla URL <http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html>.
- (2011b), “Euro Zone Death Trip”, *New York Times*, 25 settembre, disponibile alla URL <http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/euro-zone-death-trip.html>.
- LUCARELLI S., PALMA D. e ROMANO R. (2013), “Quando gli investimenti rappresentano un vincolo. Contributo alla discussione sulla crisi italiana nella crisi internazionale”, *Moneta e Credito*, vol. 67 n. 262, pp. 169-205.
- LÜTZ S. e KRANKE M. (2010), “The European Rescue of the Washington Consensus? EU and IMF Lending to Central and Eastern European Countries”, *LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series*, n. 22/2010, London School of Economics, Londra.
- MOHANTY M.S. e TURNER P. (2005), “Intervention: What Are the Domestic Consequences?”, in Bank of International Settlements (a cura di), “Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications”, *BIS Papers*, n. 24, Bank of International Settlements, Basilea, pp. 56-81.
- (2006), “Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What Are the Domestic Implications?”, *BIS Quarterly Review*, settembre, pp. 39-52.
- NITTI F.S. (1923), *The Decadence of Europe: the Paths of Reconstruction*, Henry Holt and Company, New York.
- PANICO C. e VÁZQUEZ SUÁREZ M. (2008), “Policy Coordination in the Euro Area”, *Studi Economici*, vol. 96 n. 3, pp. 5-31.
- PANICO C. e PURIFICATO F. (2013), “Policy Coordination, Conflicting National Interests and the European Debt Crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37 n. 3, pp. 585-608.
- PETRAGLIA C. e PURIFICATO F. (2013), “Moneta unica e vincoli sovranazionali alle politiche fiscali nell’Eurozona alla prova della crisi”, *Rivista Economica del Mezzogiorno*, vol. 27 n. 4, pp. 1065-1094.
- PISANI-FERRY J. (2002), “Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals”, in Paganetto L. (a cura di) (2007), *The Political Economy of the European Constitution*, Ashgate, Aldershot, pp. 119-139.
- PRASAD E.S. (2014), *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- REINHART C.M. e REINHART V. (1998), “Some Lessons for Policy Makers who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows”, in Kahler M. (a cura di), *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca (NY), pp. 93-127.
- REINHART C.M. e ROGOFF K.E. (2004), “Serial Default and the Paradox of Rich-to-Poor Capital Flows”, *American Economic Review*, vol. 94, maggio, pp. 53-58.

- SAPIR A., WOLFF G.B., DE SOUSA C. e TERZI A. (2014), *Committee Study on the Troika and Financial Assistance in the Euro Area: Successes and Failures*, European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Economic Governance Support Unit (EGOV), febbraio, Bruxelles.
- SARCINELLI M. (2012), "Euro Crisis or Public Debt Crisis? With a Remedy for the Latter Case", *PSL Quarterly Review*, vol. 65 n. 262, pp. 215-236.
- SKYDELSKI R. (2013), "Keynes, Hobson, Marx", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 262, pp. 155-168.
- SINN H.-W. e WOLLMERSHÄUSER T. (2011), "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *CESIFO Working Paper*, n. 3500, Center for Economic Studies, Monaco.
- (2012), "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *International Tax and Public Finance*, vol. 19 n. 4, pp. 468-508.
- SVENSSON L.E.O. (1999), "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, vol. 43 n. 3, pp. 607-654.
- (2010), "Inflation Targeting", in Friedman B.M. e Woodford M. (a cura di), *Handbook of Monetary Economics*, volume 3, Elsevier, Amsterdam.
- SVENSSON L.E.O. e WOODFORD M. (2005), "Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting", in Bernanke B.S. e Woodford M. (a cura di), *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press, Chicago.
- VON HAGEN J. e MUNDSCHEK S. (2003), "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 8 n. 4, pp. 279-295.
- WOODFORD M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.
- WYPLOSZ C. (2005), "Fiscal Policy: Institutions versus Rules", *National Institute Economic Review*, vol. 191 n. 1, pp. 64-78.
- (2010), "The Eurozone in the Current Crisis", *ADB Working Paper Series*, n. 207, Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- (2011), "Eurobonds: Concepts and Applications", in European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A, Economic and Scientific Policies – Economic and Monetary Affairs (a cura di), *Eurobonds: Concepts and Implications. Compilation of Notes for the Monetary Dialogue*, IP/A/ECON/NT/2011-01 PE 457.357, marzo, Parlamento Europeo, Bruxelles, pp. 5-16; disponibile alla URL [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2011/457357/IPOL-ECON\\_NT\(2011\)457357\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2011/457357/IPOL-ECON_NT(2011)457357_EN.pdf).
- (2013), "Europe's Quest for Fiscal Discipline", *European Economy. Economic Papers*, n. 498, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, KC-AI-13-498-EN-N, aprile, Bruxelles, disponibile alla URL [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp498\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp498_en.pdf).