



| lavoce.info |

# Europa intrappolata nel labirinto delle regole

Interventi di Andrea Boitani e Lucio Landi\*

\* Le opinioni qui espresse sono personali e non coinvolgono l'istituzione presso la quale Lucio Landi esercita la propria attività professionale.

Agosto 2014 | lavoce.info

*Le regole europee sono più complesse e articolate del semplice rispetto di un tetto del 3 per cento di rapporto deficit/Pil. Esistono anche regole sul saldo strutturale, la spesa e il debito. Raccolti in un nuovo dossier gli interventi sul tema.*

Quando, ai primi di agosto, sono stati diffusi i dati negativi sul Pil italiano nel secondo trimestre 2014, i titoli dei giornali indicavano come principale conseguenza la necessità di una “manovra correttiva” volta a mantenere il rapporto tra deficit e Pil sotto il 3 per cento. Il Presidente del Consiglio si è affrettato a dichiarare che rimarremo sotto il 3 per cento nonostante la recessione e senza manovre. Non interessa tanto chi abbia ragione. Interessa il fatto che tutti pensino che l’unica regola europea da rispettare sia restare sotto il 3 per cento e il paradosso (scarsamente rilevato dalla stampa) che a fronte di una nuova recessione si dovrebbero mettere in atto manovre ulteriormente recessive “per rispettare le regole europee”.

Nella tetralogia di pezzi riproposta in questo dossier si cerca di spiegare che le regole europee sono da qualche tempo assai più complesse e articolate del semplice rispetto di un tetto del 3 per cento di rapporto deficit/Pil “nominale”. Innanzitutto, un ruolo cruciale hanno i saldi strutturali per ridurre la pro-ciclicità delle regole. Ma per il calcolo dei saldi strutturali viene utilizzata una metodologia discutibile (e discussa), che finisce per reintrodurre la pro-ciclicità dalla finestra. Sui saldi strutturali si fonda l’intera costruzione del Patto di stabilità e crescita come riformato nel 2011, con tutto il suo armamentario di obiettivi di medio termine (MTO) per ogni paese e di braccio preventivo che entra in azione se l’MTO non viene conseguito, con l’importante qualificazione che i paesi ad elevato debito devono mettere in atto manovre per raggiungere l’MTO anche nelle fasi negative del ciclo: di nuovo pro-ciclicità delle regole. Quello che riguarda il famoso rapporto 3 per cento di deficit/Pil è, invece, il braccio correttivo. A queste regole se ne aggiungono poi altre che riguardano la spesa (per impedirne un uso discrezionale nelle fasi del ciclo e aiutare il conseguimento del MTO) e il debito pubblico, che prevede una riduzione di 1/20 l’anno del rapporto tra debito e Pil se tale rapporto supera il fatidico 60 per cento, sia pure con una complicata serie di clausole di non applicazione delle sanzioni, nei casi in cui i paesi si trovino in fasi recessive.

Purtroppo, questo complicato e poco trasparente dedalo di regole non ha certo impedito che le politiche di consolidamento fiscale messe in atto in gran parte dell’Area Euro a seguito della crisi dei debiti sovrani e degli spread tra tassi di interesse dei paesi del Sud e quelli tedeschi producessero effetti negativi sul tasso di disoccupazione, senza peraltro migliorare (e anzi peggiorando) il rapporto tra debito e Pil ed avendo sugli spread effetto molto minore dell’annuncio di Mario Draghi (luglio 2012) di essere pronto a fare *whatever it takes* per salvare l’Euro. È chiaro ormai (anche agli economisti più “ortodossi”) che con queste regole europee - e con i limiti che la politica monetaria ha quando i tassi di interesse nominali sono già a zero e pende la minaccia di “scomunica” da parte della Corte Costituzionale tedesca - muore tutta l’Eurozona e non solo i soliti reietti paesi del Sud. Sembra chiaro che l’uscita dalla recessione passa per una politica di espansione della domanda condotta a livello europeo, sia essa costituita dalla nascita di un nucleo

di bilancio federale europeo per sostenere una sistema continentale di sussidi ai disoccupati o da una aumento di spesa per investimenti pubblici soprattutto in infrastrutture tecnologiche e in ricerca, istruzione e innovazione, o da una riduzione coordinata tra tutti i paesi della pressione fiscale. E forse sta diventando chiaro che il mito (e la retorica) delle “riforme” *supply side* non aiutano a far uscire dalla crisi un intero continente, se arrancano sia i paesi che le riforme le hanno fatte sia quelli che non le hanno fatte. Il che non significa che le riforme non vadano fatte per rendere possibile che tutta l’Europa (e soprattutto il suo Sud) – uscita dalla recessione – si ponga su un sentiero di crescita stabile e sostenibile. Ma forse sarebbe opportuno fermarsi a ragionare su quali riforme siano veramente utili e urgenti e quali siano inutili, quali addirittura dannose o semplicemente meno urgenti.

# Regole europee: la lunga strada per uscire dalla stupidità

27.06.14

Andrea Boitani e Lucio Landi

*Con la riforma del Patto di stabilità e crescita, le regole europee in materia di bilancio sono diventate più flessibili, ma meno comprensibili per i cittadini. Come orientarsi? Proponiamo una guida, iniziando dal saldo strutturale e dall'output gap. Con l'auspicio di stime più precise in futuro.*

## REGOLE SEMPRE PIÙ COMPLICATE

Fino al 2005, le **regole di bilancio europee** erano piuttosto rigide ("stupide" secondo la definizione dell'allora presidente della Commissione) e pro-cicliche (come quella del rapporto del 3 per cento tra deficit nominale e Pil), ma relativamente semplici e di facile comprensione per i parlamenti nazionali e per le opinioni pubbliche. Con la riforma del **Patto di stabilità e crescita** nel 2005, lo strumento chiave per la disciplina di bilancio diventa il **saldo strutturale**. Se l'intenzione era quella di avere una regola più flessibile e meno pro-ciclica, la sua realizzazione ha però introdotto una serie di complicazioni, perché la componente ciclica non può essere misurata con gli ordinari strumenti statistici. Inoltre (come si dirà meglio in un prossimo articolo), le regole sui saldi strutturali sono complesse e difficili da monitorare e comunicare. Così i vincoli europei diventano sempre meno comprensibili ai cittadini.

## INCERTEZZA DEL SALDO STRUTTURALE E DELL'OUTPUT GAP

Il saldo strutturale è il saldo di bilancio pubblico **depurato degli effetti del ciclo economico** (il bilancio tende a migliorare con l'espansione e a peggiorare con la contrazione) e delle misure una tantum e temporanee, che esercitano effetti transitori sul bilancio. La componente ciclica del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche si ottiene moltiplicando un parametro di aggiustamento ciclico del saldo di bilancio per la differenza tra il **Pil effettivo** e quello **potenziale** (il cosiddetto *output gap*), e scomputando le misure una tantum e temporanee:

$$\text{Saldo netto strutturale} = \text{saldo netto nominale} - \text{effetti del ciclo} - \text{misure una tantum} =$$
$$= \text{saldo netto nominale} - (0,55 \times \text{output gap}) - \text{misure una tantum}$$

Il parametro di aggiustamento è una semi-elasticità, stimata con metodi statistici dalla Commissione e per l'Italia è pari a 0,55 (molto vicina al valore che assume per la Francia e la Germania). In questa equazione, il Pil effettivo e il saldo nominale di bilancio sono grandezze direttamente osservabili e misurabili, mentre l'**output gap** non lo è, perché non lo è il Pil potenziale, cioè il prodotto che si otterrebbe con il massimo impiego possibile dei fattori produttivi (capitale e lavoro) in assenza di spinte inflazionistiche.

Dato un certo saldo netto nominale negativo (per esempio il 3 per cento) e date le misure una tantum (generalmente di scarso rilievo), più negativo è l'*output gap* (cioè più in recessione è l'economia) e meno negativo diventa il saldo netto strutturale, con la conseguenza che le manovre correttive sono inferiori. Esistono sostanzialmente due metodologie per il calcolo dell'*output gap*. La prima utilizza un approccio statistico di **de-trendizzazione**, ossia di eliminazione della componente di trend. La seconda stima le **relazioni strutturali** (metodo della funzione di produzione). La Commissione europea ha utilizzato fino al 2002 il primo approccio. Per ovviare a parte degli inconvenienti di quel metodo (la tendenza a ritenere permanenti gli shock temporanei che colpiscono l'economia e l'impossibilità di distinguere tra shock di domanda e shock di offerta), nel luglio 2002 il Consiglio dell'Unione decise di optare per l'**approccio econometrico basato sulla funzione di produzione**.

Questo metodo ha molti pregi, ma non è immune da due dei problemi propri anche del metodo statistico, ossia la dipendenza delle stime dalla revisione statistica delle serie storiche e la **distorsione alla fine della serie** (*end point bias*). **(1)** Le implicazioni di queste debolezze sono rilevanti. Se l'*output gap* viene rivisto per il passato o per il futuro – a parità di saldo nominale di bilancio, del parametro di semi-elasticità e delle misure una tantum – il saldo strutturale assume un valore diverso da quello calcolato in precedenza. Non vi è dunque certezza assoluta dei numeri, nemmeno retrospettivamente.

Nella tabella 1 vengono riportati i valori per l'indebitamento netto, l'*output gap* e l'indebitamento netto strutturale per gli anni 2012-2015 indicati nei documenti programmatici del Governo italiano, la Nota di aggiornamento al Def 2013 (pubblicata nel settembre 2013) e il Def 2014 (pubblicato nell'aprile 2014).

**Tabella 1** – Saldi nominali e strutturali nei documenti programmatici governativi

<b>Nota di Aggiornamento al Def 2013</b>				
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Crescita del Pil effettiva</b>	-2,4	-1,7	1,0	<b>1,7</b>
<b>Indebitamento netto nominale</b>	-3,0	-3,0	-2,5	<b>-1,6</b>
<b>Output gap</b>	-3,4	-4,8	-4,0	<b>-2,7</b>
<b>Indebitamento netto strutturale</b>	-1,3	-0,4	-0,3	<b>0,0</b>
<b>DEF 2014</b>				
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Crescita del Pil effettiva</b>	-2,4	-1,9	0,8	<b>1,3</b>
<b>Indebitamento netto nominale</b>	-3,0	-3,0	-2,6	<b>-1,8</b>
<b>Output gap</b>	-3,1	-4,5	-3,7	<b>-2,7</b>
<b>Indebitamento netto strutturale</b>	-1,4	-0,8	-0,6	<b>-0,1</b>

Fonte: Nota di aggiornamento al Def 2013; Def 2014.

L'*output gap* per l'anno 2012 assume valori diversi nelle stime del settembre 2013 e in quelle dell'aprile 2014, pur trattandosi di un anno ormai passato. Di conseguenza, l'indebitamento netto strutturale per

l'anno 2012, è pari a -1,3 nella stima della Nota di aggiornamento e -1,4 nella stima del Def 2014, pur con indebitamento netto nominale costante. Considerazioni analoghe si possono fare per l'anno 2013. La variazione della stima dell'*output gap* per il 2012 e il 2013 è dovuta alla revisione, tra il settembre 2013 e l'aprile 2014, del **quadro previsionale macroeconomico**. Nell'ambito del meccanismo del Patto di stabilità e crescita riformato, l'incertezza intrinseca delle stime di *output gap* può determinare una **diagnosi sbagliata** sulla posizione delle economie nel ciclo (*fiscal stance*) e una risposta di *policy* errata.

## GLI EFFETTI SUL TASSO DI DISOCCUPAZIONE

Ma c'è di più, visto che lo stesso Def 2014 riconosce come "i parametri necessari alla stima del tasso di disoccupazione strutturale sono particolarmente soggetti a discrezionalità". **(2)** Il tasso di disoccupazione strutturale, noto anche come **Nawru** (il tasso compatibile con la stabilità dei salari), non è osservabile e la sua stima è parte del metodo della funzione di produzione per la stima del Pil potenziale e, quindi, dell'*output gap*. La Commissione europea, nelle sue previsioni a cadenza semestrale, ha ipotizzato un progressivo aumento del tasso di disoccupazione strutturale per l'Italia.

Nelle previsioni di primavera 2014, assume che nel 2013 il tasso di disoccupazione strutturale fosse pari al 10,4 per cento e che sarebbe destinato ad aumentare ulteriormente nel 2014 (10,8 per cento), fino all'11 per cento nel 2015. **(3)**

Si tratta, come rileva il Cer, di stime discutibili, poiché implicano che **non sarebbe possibile portare la disoccupazione italiana al di sotto del 10,8 per cento senza provocare tensioni inflazionistiche**, in un contesto in cui appaiono invece forti segnali di deflazione. **(4)**

Dal 2011 in poi, la Commissione ha rivisto verso l'alto il Nawru per l'Italia, mentre la recessione peggiorava. Infatti, la metodologia utilizzata dalla Commissione per la stima del dato incorpora nel tasso di disoccupazione strutturale una parte consistente dell'aumento effettivo della disoccupazione, secondo l'ipotesi di "**persistenza**" del tasso di disoccupazione. Da questo approccio, tuttavia discendono conseguenze rilevanti per la finanza pubblica. Ipotizzando un tasso di disoccupazione strutturale inferiore, si ottengono *output gap* maggiori di quelli che si hanno fissando il Nawru ai livelli adottati dalla Commissione. Stefano **Fantacone**, **Petya Garalova** e **Carlo Milani** hanno mostrato che, con un Nawru stimato al 9 per cento per quest'anno, il saldo strutturale per l'Italia sarebbe + 0,1 e non -0,6, come stima invece la Commissione. In altri termini, il **pareggio di bilancio** (in termini strutturali) sarebbe stato **già raggiunto**.

## EVITARE LA STUPIDITÀ DELLE REGOLE

Se poi, come si dirà in un altro articolo, la riduzione del Pil potenziale e l'aumento del Nawru fossero da attribuirsi in misura rilevante alle **politiche di austerità** avviate in tutta l'Eurozona su spinta della Commissione, avremmo il **paradosso** che una riduzione della crescita potenziale innescata da politiche di bilancio restrittive provoca un peggioramento dei saldi strutturali, i quali dovrebbero portare a ulteriori

misure di austerità. Anche per evitare un riproporsi del giudizio di “stupidità”, la metodologia comune europea richiede degli affinamenti di natura teorica. Sarebbe forse opportuno un maggior coinvolgimento dell’accademia europea nel lavoro di ricerca svolto dai servizi della Commissione.

Nel marzo di quest’anno la Commissione, con l’accordo degli Stati membri, **ha modificato la metodologia** per la determinazione del tasso di disoccupazione strutturale, riducendone il grado di pro-ciclicità sopra illustrato. **(5)**

Tuttavia, la strada da percorrere per rendere ancora più affidabili le stime sull’output gap non è breve.

**(1)** Sul primo aspetto ci soffermiamo nel testo. La distorsione alla fine della serie (cosiddetta “*end point bias*”) implica invece che – in prossimità degli ultimi valori della serie storica, poiché mancano osservazioni sul futuro – la metodologia tende a sottostimare la lunghezza del ciclo economico, con la conseguenza che tutti i recenti sviluppi economici sono interpretati come ciclici; ne deriva che la stima dell’output gap è scorretta.

**(2)** Def 2014, ministero Economia e Finanze, pagina 39.

**(3)** Fonte Commissione europea, sito CIRCABC, sezione DGECFIN, sottosezione sull’output gap.

**(4)** Rapporto Cer, *Pacta servata sunt*, marzo 2014.

**(5)** EU Commission Services, “European Commission Forecast”, spring 2014. Vedi anche: EU Commission Services, “New estimates of Phillips curves and structural unemployment in the euro area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol.13, Issue 1, April 2014.

# Il labirinto delle regole europee: l'Obiettivo di medio termine

04.07.14

Andrea Boitani e Lucio Landi

*Il secondo intervento della guida alle regole europee in materia di bilancio si concentra sull'Obiettivo di medio termine. Si calcola attraverso una formula complessa e ben poco intuitiva. Per uscire dal vicolo cieco, l'Europa ha bisogno invece di semplificare e rendere trasparenti i suoi parametri.*

## COME FUNZIONA L'MTO

Dal 2005, con la prima riforma del Patto di stabilità e crescita, la pietra angolare della disciplina di bilancio in sede europea, fondata sui saldi strutturali come si è detto nel [precedente articolo](#), è l'**Obiettivo di medio termine** (*Medium Term Objective*), che ciascun Stato membro deve adottare e rispettare. **(1)** Purtroppo, per cercare di spiegare di cosa si tratti, in concreto, dovremo sottoporre il lettore a una dura prova di pazienza. Ma crediamo che avere un'idea di quali siano le regole che ci governano valga qualche sforzo.

L'Mto è lo strumento ideato per **“facilitare” il rispetto dei vincoli di Maastricht** sulla finanza pubblica. È stato cioè introdotto nell'armamentario delle regole europee perché fornisce, o dovrebbe fornire, un margine di sicurezza per soddisfare il rispetto del parametro sul deficit nominale del Psc (3 per cento del Pil). Se rispettato, assicura la sostenibilità delle finanze pubblica (o un rapido progresso verso la sostenibilità), consentendo al contempo margini di manovra alla politica di bilancio (in funzione di stabilizzazione). Ed è *country specific*, ossia **differisce da paese a paese**, perché le condizioni strutturali e della finanza pubblica degli Stati non sono uniformi, e dipende dalle **condizioni cicliche normali** (ossia dalla dimensione normale del ciclo economico in ciascun paese), dal livello del rapporto debito/Pil e dai costi derivanti dall'**invecchiamento della popolazione** (che impattano essenzialmente sulle pensioni, sulla sanità e sull'assistenza di lungo termine). Un paese che ha costi di *ageing* elevati o un alto stock di debito rispetto al Pil, verosimilmente dovrà avere come obiettivo di medio termine un saldo netto strutturale nullo (o addirittura un accreditamento strutturale) al fine di rispettare i parametri di Maastricht.

I regolamenti europei prevedono che gli Stati membri debbano conseguire un saldo di bilancio strutturale corrispondente all'Mto nazionale, oppure un saldo in rapida convergenza verso di esso (con una correzione annuale del saldo strutturale pari almeno a 0,5 punti percentuali di Pil come benchmark). Per tutti i paesi che non l'hanno raggiunto, è richiesto un più elevato aggiustamento nelle **fasi positive del ciclo economico**, così da avere maggiore flessibilità in quelle negative. Per i paesi lontani dal raggiungimento dell'obiettivo di medio periodo, i regolamenti europei richiedono manovre correttive **anche nelle fasi negative** del ciclo, benché con uno sforzo più limitato rispetto al benchmark dello 0,5 per cento. Chiaramente, si tratta di manovre pro-cicliche, assai poco raccomandabili alla luce della nuova evidenza empirica sulla grandezza dei moltiplicatori fiscali in presenza di tassi di interesse nominali vicini allo zero. Con la seconda riforma del Patto di stabilità e crescita nel 2011, è stato poi inserito un ulteriore requisito per gli Stati membri che non



hanno raggiunto l'Mto e che presentino un livello di debito che ecceda il 60 per cento del Pil: dovrebbero assicurare una **velocità di convergenza maggiore** verso il proprio Mto (maggiore dello 0,5 per cento del Pil come benchmark nella fasi positive del ciclo). **(2)**

L'intera costruzione dell'Mto si fonda su **scelte eminentemente politiche** (e quindi discrezionali), oltre che su molte e complesse assunzioni e ipotesi. Per esempio, è una scelta politica quella di coprire oggi una frazione  $\alpha$  del valore attuale dell'incremento futuro dei costi di *ageing*, sulla base di scenari a 50 anni. La stima dei costi futuri legati all'invecchiamento, inoltre, è basata su complessi scenari demografici elaborati ogni tre anni dalla Commissione per ciascun paese membro. Tali scenari sono legati a molteplici ipotesi riguardanti il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, la stima del prodotto potenziale e altro. Ancora, la stima della ampiezza normale del ciclo, effettuata dalla Commissione, richiede (come ricordato in un precedente articolo) l'uso di complesse tecniche econometriche.

Ogni governo deve adottare e annunciare un proprio Mto "ufficiale", che non può essere meno ambizioso dell'Mto minimo indicato dalla Commissione e ottenuto attraverso la formula descritta nella nota 2. Ogni tre anni, la Commissione ricalcola per ciascun paese l'**Mto minimo**, preferibilmente dopo la pubblicazione del nuovo *Ageing Report*. Il suo valore può essere rivisto anche in caso di riforme strutturali effettivamente realizzate (non semplicemente annunciate) che abbiano un impatto rilevante sulla finanza pubblica, segnatamente le riforme pensionistiche. Il Consiglio dell'Unione, d'altro canto, può invitare lo Stato membro a riconsiderare il proprio Mto, se ritiene che debba essere rinforzato. **(3)**

#### BRACCIO PREVENTIVO E BRACCIO CORRETTIVO

Il braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita, riformato nel 2011, ruota attorno al conseguimento dell'Mto e prevede sanzioni nel caso in cui, a seguito di una deviazione significativa dall'Mto, o dal percorso di aggiustamento verso il suo raggiungimento, lo Stato membro non adotti interventi correttivi. **(4)**

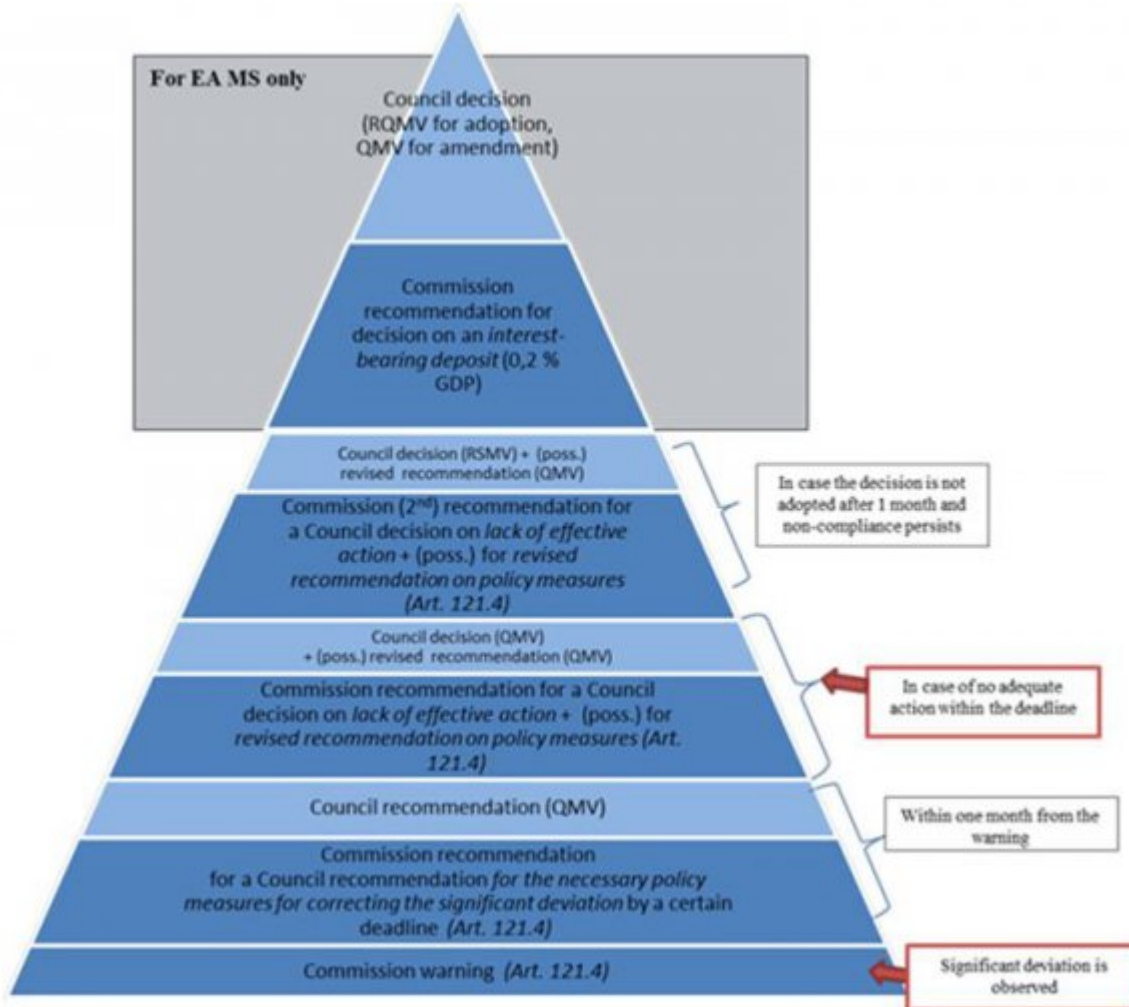
All'avvertimento della Commissione circa l'esistenza di una deviazione, seguono una serie di passaggi, parte di una **procedura particolarmente complessa, con regole di voto diverse** (ben tre tipi di maggioranze di voto) a seconda delle fasi, e che può portare all'irrogazione di sanzioni nella forma di un deposito fruttifero, pari allo 0,5 per cento del Pil.

Tutte queste complesse procedure (vedi figura 1), si collocano in una fase antecedente all'eventuale sfioramento del limite nominale del 3 per cento, posto dal Trattato di Maastricht e sanzionato con una procedura di deficit eccessivo (braccio correttivo del Patto). In altre parole, gli Stati membri, dopo la riforma del 2011, possono essere **sanzionati anche se il saldo nominale non ha superato il 3 per cento**. Si tratta di un cambiamento di prospettiva notevole, che non sembra essere stato pienamente colto dall'opinione pubblica. **(5)** Ma poiché i saldi strutturali, e lo stesso Mto, sono costruiti con modalità complesse, poco intuitive e "mobili" nel tempo, la "nuova" regola risulta essere di più difficile comprensione rispetto alla regola rigida, stupida quanto si vuole, ma relativamente "semplice" del 3 per cento sul saldo nominale di bilancio. Prima che il braccio preventivo e il braccio correttivo spingano in *un cul de sac* l'Eurozona e l'intera costruzione europea, sarebbe bene procedere a una **drastica semplificazione delle regole**, come peraltro auspicato recentemente dal Fondo monetario, e a una piena trasparenza per

l'opinione pubblica di tutti i parametri cruciali su cui si basa il castello delle regole, oltre che a eliminare, *en passant*, il **grado di pro-ciclicità** ancora incluso nelle regole stesse. (6)

Forse, l'Europa è avvertita come "matrigna" più per l'incomprensibile complicazione delle sue regole che per il fatto di essere crudele.

**Figura 1** – La procedura, nell'ambito del braccio preventivo, in caso di deviazione significativa dall'Mto



Note:

EA: euro area, MS: Member States, QMV: qualified majority voting, RSMV: reverse simple majority voting, RQMV: reverse qualified majority voting.

Fonte: EU Commission Services (2013), "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", Occasional Papers n.151, May 2013.

\* Le opinioni qui espresse sono personali e non coinvolgono l'istituzione presso la quale Lucio Landi esercita la propria attività professionale.

(1) Il Patto di stabilità e crescita è stato costituito nel 1997, per dare attuazione concreta al principio della sorveglianza multilaterale sulle finanze pubbliche degli Stati membri e alla cosiddetta procedura per i

disavanzi eccessivi, entrambi previsti dal Trattato di Maastricht.

**(2)** L'Mto è definito dalla normativa europea come il valore più elevato di tre elementi:

$MTO = \max (MTOMB, MTOEuro, MTOILD)$

dove:

MTOMB è il "minimum benchmark", ossia il valore del saldo netto strutturale che consente di rispettare la soglia nominale del 3 per cento in condizioni cicliche normali;

MTOEuro si riferisce all'obbligo per i paesi della zona euro di avere un indebitamento strutturale non superiore a -1 per cento del Pil;

MTOILD si riferisce alle passività pubbliche implicite ed esplicite, e deriva, a sua volta, dalla somma di tre addendi:

I addendo: saldo di bilancio che stabilizza il debito pubblico al 60 per cento.

II addendo: l'aggiustamento di bilancio che coprirebbe una frazione  $\alpha$  del valore attuale dell'incremento di spesa age-related su un orizzonte di 50 anni.

III addendo: sforzo supplementare di aggiustamento di bilancio per i paesi con debito superiore al 60 per cento. Questa componente impone un certo grado di consolidamento fiscale al fine di assicurare una riduzione del rapporto debito/Pil verso la soglia del 60 per cento.

Mentre il termine MTOEuro è fisso e identico per tutti i paesi della zona euro (o intenzionati ad entrare nella zona euro), i termini MTOMB e MTOILD differiscono da paese a paese.

**(3)** Per il nostro paese, l'Mto scelto dal Governo nel 2005, e poi sempre riconfermato, è zero, ossia il target nazionale di medio periodo (non ancora raggiunto, peraltro) è il pareggio di bilancio in termini strutturali. Anche per la Francia l'Mto è attualmente zero, mentre il Portogallo e l'Austria hanno un Mto nazionale negativo e pari, rispettivamente, a -0,5 e -0,45 per cento, Anche l'Mto tedesco è pari a -0,5 per cento, ma questo forse è meno "sorprendente" del target adottato a Lisbona. La media degli Mto nazionali dei paesi dell'area euro è pari a zero.

**(4)** Si ha una deviazione significativa quando l'allontanamento dal saldo strutturale corrisponde ad almeno lo 0,5 per cento del Pil in un singolo anno, ovvero ad almeno lo 0,25 per cento del Pil in media annua per due anni consecutivi.

**(5)** Alla regola sul rispetto dell'Mto nazionale, se ne aggiunge un'altra sulla spesa pubblica e una ulteriore sul debito, come vedremo in un prossimo intervento.

**(6)** Vedi 2014 Article IV Consultation with the Euro Area, Concluding Statement of the IMF Mission, 12 giugno 2014, [www.imf.org](http://www.imf.org).

# La casa delle regole europee? Un labirinto

22.07.14

Andrea Boitani e Lucio Landi

*Con due nuove regole, una sulla spesa e una sul debito, proseguiamo nell'esame delle norme di finanza pubblica a cui devono attenersi i paesi europei. Insieme alle altre creano un dedalo difficile da decifrare, che si presta a molte interpretazioni. E anche a possibili forzature.*

## LA REGOLA SULLA SPESA

Nelle puntate precedenti, abbiamo esaminato i saldi strutturali e l'obiettivo di medio termine (Mto), o meglio la regola che prevede il rispetto del Mto. Nella puntata odierna, esamineremo **altre due regole europee di finanza pubblica: una sulla spesa e una sul debito**. Si aggiungono e si intersecano a quelle esaminate in precedenza, venendo a creare un dedalo difficilmente decifrabile e, soprattutto, che si presta a molte interpretazioni e quindi a tentativi di aggiramento o forzatura. Se qui risiede la flessibilità delle regole europee, si tratta di una flessibilità assai opaca e forse neanche sufficiente.

Il **Six-Pack del 2011** introduce, nell'ambito del braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita, un limite all'**espansione della spesa** (*expenditure benchmark*), diretto a rafforzare il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (Mto). Ciò in base al principio secondo cui le entrate straordinarie – in quanto eccedenti il gettito normalmente atteso dalla crescita economica – andrebbero destinate alla **riduzione del disavanzo e del debito**, mantenendo al contempo la spesa su un sentiero stabile e sostenibile *over the cycle*. Ciò equivale a impedire un uso discrezionale della spesa nella fase nel ciclo, affidando interamente la funzione di stabilizzazione anticiclica agli stabilizzatori automatici. Nel valutare i progressi ottenuti dagli Stati membri verso il raggiungimento del Mto, la Commissione esamina l'evoluzione della spesa pubblica rispetto al tasso di crescita di medio periodo del **Pil potenziale**. Con il che si ritorna ai problemi, già esaminati nella prima puntata, di stima del Pil potenziale che rendono la regola abbastanza incerta: una stima non corretta del potenziale si riflette sull'ammontare di spesa pubblica ammissibile e quindi può avere effetti pro-ciclici indesiderati. **(1)** Il limite massimo per la variazione della spesa è diverso a seconda della posizione di ciascuno Stato rispetto al proprio Mto. Per i paesi che lo hanno conseguito, l'aggregato di spesa, espresso in termini reali, può muoversi in linea con il tasso di crescita di medio periodo del Pil potenziale (calcolato su dieci anni). Per quelli lontani dal loro Mto, la crescita dell'aggregato di spesa deve essere ridotta rispetto al tasso di crescita potenziale di medio termine di un ammontare che, comunque, garantisca una riduzione del saldo strutturale di bilancio di almeno 0,5 punti percentuali ogni anno. Per il triennio 2011-2013, **illimitato massimo di crescita della spesa per il nostro paese**, fissato dalla Commissione europea, **richiedeva una riduzione, in termini reali, di 0,81 per cento l'anno**. Per il triennio 2014-2016 il benchmark aggiornato dalla Commissione europea richiede invece una riduzione maggiore, pari a -1,07 per cento.

## LA REGOLA SUL DEBITO

Con il Six-Pack, il criterio del debito del Trattato di Maastricht (il mitico rapporto pari al 60 per cento tra debito pubblico e Pil) viene reso per la prima volta operativo, attraverso la definizione di che cosa sia una **riduzione “a ritmo soddisfacente” del rapporto debito/Pil**. Di conseguenza, è possibile avviare una procedura di deficit eccessivo anche nel caso di violazione della regola sul debito. In realtà, è stato delineato un procedimento di verifica estremamente complesso e certamente di difficile comprensione per le opinioni pubbliche nazionali. **(2)** Il regolamento n. 1467/1997, riformulato dal Six-Pack, stabilisce che, per la quota del rapporto debito/Pil in eccesso rispetto al valore del 60 per cento, il tasso di riduzione debba essere pari a **un ventesimo all’anno**, nella media dei tre precedenti esercizi (versione *backward looking*). Ma prima di avviare una procedura sanzionatoria nei confronti di uno Stato membro, occorre verificare se la riduzione a ritmo adeguato, eventualmente non realizzata nel passato, si potrà realizzare almeno nei **successivi tre anni**, in base alle previsioni della Commissione europea (versione *forward looking*). Qualora nemmeno la versione *forward-looking* sia rispettata, gli Stati membri hanno ancora una chance di evitare la procedura. Infatti, il regolamento precisa che nella valutazione del rispetto della regola si terrà conto dell’influenza del ciclo economico. Con questo aggiustamento si intende ovviare alla **potenziale pro-ciclicità della regola**, che è un rischio insito anche nelle norme riguardanti il debito. Il rapporto debito/Pil quindi viene rettificato sia al numeratore, sia al denominatore. Nelle fasi negative del ciclo economico, il rapporto debito/Pil aggiustato risulta inferiore rispetto a quello effettivo, in quanto il debito viene depurato dall’effetto degli stabilizzatori automatici e il Pil dei tre anni precedenti viene fatto variare al tasso di crescita del Pil potenziale (che entra di nuovo in gioco). Solo se nessuna di queste tre condizioni viene soddisfatta, la regola del debito è considerata non rispettata. Tuttavia, nel valutare l’opportunità di raccomandare al Consiglio europeo l’apertura di una procedura per disavanzo eccessivo, oltre all’analisi quantitativa sul benchmark numerico, la Commissione deve effettuare delle **valutazioni “qualitative” relative a un certo numero di “altri fattori rilevanti”**. **(3)** Qualora la violazione del criterio del debito possa essere imputata a tali fattori rilevanti, lo Stato interessato non può essere sottoposto a procedura per infrazione. È stato inoltre previsto un **periodo di transizione** di tre anni per l’applicazione della regola per gli Stati, Italia compresa, che alla data dell’8 novembre 2011 risultavano sottoposti alla procedura di disavanzo eccessivo. I tre anni del periodo di transizione sono successivi all’anno in cui il deficit eccessivo viene corretto. In tale periodo, gli Stati devono comunque prevedere un aggiustamento fiscale lineare, strutturale, minimo (*Minimum Linear Structural Adjustment*, Mlsa) tale da garantire un progresso continuo e realistico verso il benchmark del debito.

## I RISCHI DELLA BASSA CRESCITA E DELLA DEFLAZIONE

Quale rapporto esiste tra la regola del cosiddetto rispetto del Mto (o impropriamente “pareggio di bilancio”) e la regola sul debito? Come evidenziato da molti, la **regola del rispetto del Mto è più stringente** della seconda, e in condizioni normali, il rispetto della prima implica il rispetto della seconda. **(4)** Le condizioni normali sono quelle in cui il Pil nominale cresce, sia pur di poco, anche in assenza

di crescita reale, per l'aumento del livello generale dei prezzi. Poiché ciò che va ridotto di un ventesimo in media all'anno, ai sensi del Six-Pack, non è lo stock di debito in valore assoluto, bensì il rapporto tra due variabili espresse in termini nominali (il debito a numeratore, il Pil a denominatore), si può dimostrare che, in presenza di un sostanziale equilibrio di bilancio (assenza o quasi di nuovo indebitamento), la **crescita del Pil nominale tende a ridurre il rapporto debito/Pil**. È possibile che, in questa situazione, il rispetto della regola del ventesimo implichi comunque la necessità di manovre correttive addizionali (oltre a quelle per mantenere l'equilibrio). Tuttavia, quanto sovente riportato dai media – cioè che tali manovre sarebbero, nel caso dell'Italia, pari a 45-50 miliardi annui – è senz'altro fuori luogo. Il problema si pone, invece, quando **il Pil nominale si riduce**. Un evento che, nel nostro Paese è capitato solo tre volte del dopoguerra, ma tutte e tre nel corso della crisi economica post-2008: nel 2009, nel 2012 e nel 2013. I segnali di deflazione che si diffondono costituiscono ovviamente un *early warning* sui rischi di una possibile crescita bassa del Pil nominale, in presenza, peraltro, di una crescita ridotta o nulla in termini reali.

Purtroppo, la flessibilità prevista dalla complessa impalcatura delle regole europee non è certo trasparente, ma non sembra né sufficiente, né abbastanza certa e tempestiva da compensare, nelle situazioni più gravi, la mancanza di una **politica anticiclica discrezionale** di livello europeo (quale sarebbe consentita da un robusto bilancio federale, come negli Stati Uniti) o quantomeno coordinata in modo vincolante tra tutti i paesi dell'Unione (monetaria).

**(1)** L'aggregato di riferimento su cui è applicata la regola, è dato, in ciascun anno, dal totale delle spese della Pa, al netto della spesa per interessi, delle spese nei programmi europei pienamente coperte da fondi comunitari e della variazione delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione. Inoltre, l'aggregato di spesa considerato deve essere depurato dalla volatilità intrinseca nella serie degli investimenti. Al valore della spesa così ottenuto deve essere sottratto l'importo delle entrate derivanti da misure discrezionali. La spesa così determinata è quindi deflazionata con il deflatore del Pil.

**(2)** La procedura per la violazione dei criteri di Maastricht prende lo stesso nome, sia che riguardi il rapporto del 3 per cento tra deficit e Pil, sia che riguardi quello del 60 per cento tra debito e Pil.

**(3)** Questi fattori, oltre agli andamenti di medio periodo delle principali variabili macroeconomiche di finanza pubblica e del rapporto debito/Pil, sono: 1) gli andamenti della posizione debitoria a medio termine, oltre ai fattori di rischio quali la struttura per scadenze e la denominazione in valuta del debito; 2) le operazioni di aggiustamento stock-flusso del debito; 3) le riserve accantonate e le altre voci dell'attivo del bilancio pubblico; 4) le garanzie, specie quelle legate al settore finanziario; 5) le passività, sia esplicite che implicite, connesse all'invecchiamento della popolazione; 6) il livello del debito privato, nella misura in cui rappresenti una passività implicita potenziale per il settore pubblico; 7) gli interventi di sostegno agli Stati membri o nei confronti del *European Stability Mechanism* attuati nel contesto della salvaguardia della stabilità finanziaria europea.

**(4)** Ad esempio, [Giuseppe Pisauro \(2012\)](#).

# Oltre i soliti sospetti

21.08.14

Andrea Boitani e Lucio Landi

*Le politiche di austerità, attuate simultaneamente in molti paesi dell'Eurozona, non sono riuscite nemmeno a ridurre il debito pubblico. La pro-ciclicità insita nelle regole europee è potenzialmente molto pericolosa: basta vedere i danni di lungo periodo che la grande recessione ha prodotto.*

## GLI EFFETTI INDESIDERATI DELL'AUSTERITÀ

Tra le tante possibili **misure dell'austerità** ne utilizzeremo qui due molto semplici e dirette: la consistenza dell'avanzo primario (depurato dagli effetti dovuti al ciclo) e la variazione del saldo primario, sempre al netto del ciclo. La prima ci dice quale sia il contributo pubblico diretto discrezionale (cioè non dovuto al semplice operare degli stabilizzatori automatici) alla domanda aggregata (quello indiretto e, in genere, molto inferiore viene dalla eventuale spesa degli interessi percepiti dai detentori di titoli del debito pubblico). La seconda è un indicatore dell'atteggiamento di politica fiscale (fiscal stance): se la variazione è positiva, si è in presenza di un atteggiamento restrittivo, se la variazione è negativa, si è in presenza di un atteggiamento espansivo. **(1)**

Guardando dunque al **saldo primario** è possibile vedere come, a partire dalla fine del 2010, la finanza pubblica dell'area euro, come quella Usa, assume un atteggiamento restrittivo, con significativi miglioramenti del saldo primario aggiustato per il ciclo (figura 1). In un simile quadro si può anche notare come l'area euro abbia avuto sempre un avanzo primario superiore a quello degli Stati Uniti e come la posizione dell'**Italia** sia stabilmente "migliore" di quella aggregata dell'Eurozona, con un permanente attivo primario, che arriva a superare il 4 per cento del Pil nel 2012 e nel 2013. Non solo la politica fiscale americana è stata nel complesso più espansiva di quella europea, ma lo è stata di più quando più serviva, cioè immediatamente dopo lo scoppio della crisi finanziaria e si è accompagnata a una altrettanto tempestiva e massiccia politica monetaria espansiva e a una azione di ricapitalizzazione delle banche. **(2)**

Se vogliamo vedere meglio gli effetti dell'austerità, conviene guardare alla **correlazione tra variazione del saldo primario e variazione del tasso di disoccupazione**. Ci accorgiamo così che, escludendo la Grecia (per evitare che influenzi troppo i risultati con il suo ingente assestamento di bilancio e il suo enorme aumento di disoccupazione), i paesi dell'area euro che hanno fatto maggiori aggiustamenti di bilancio primario (al netto delle variazioni cicliche) sono anche quelli che hanno visto crescere di più il tasso di disoccupazione (figura 2). Dato un trend comune di crescita della disoccupazione, per ogni punto in più di "miglioramento" del saldo primario in media si è registrato un aumento di 0,67 punti del tasso di disoccupazione. E un  $R^2=0,59$  ci dice che la retta di regressione spiega quasi il 60 per cento della variabilità dei dati riscontrata. Ovvero che la correlazione tra più austerità e più disoccupazione è abbastanza elevata. In Germania, dove la variazione del saldo primario è stata nulla, il tasso di disoccupazione si è ridotto di un punto.

Figura 1

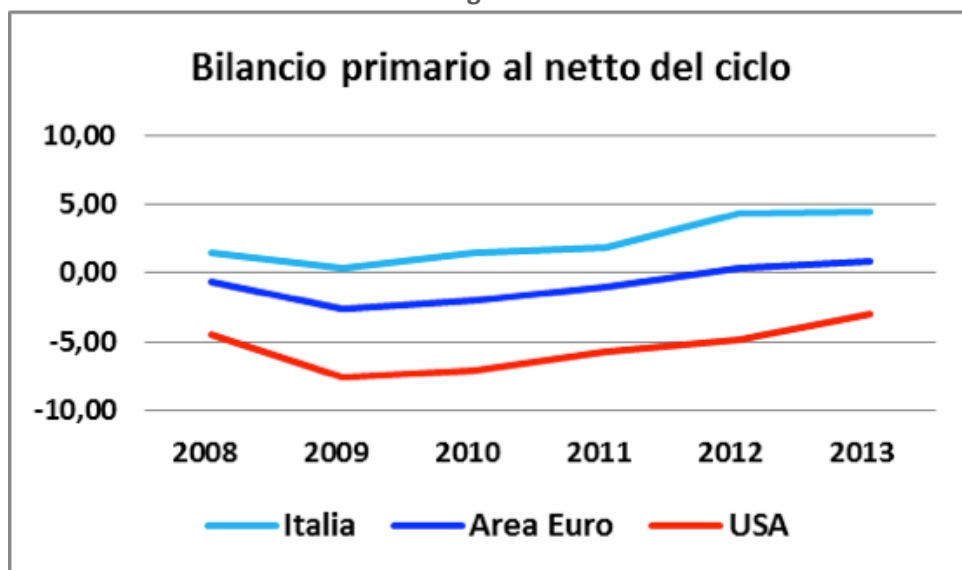
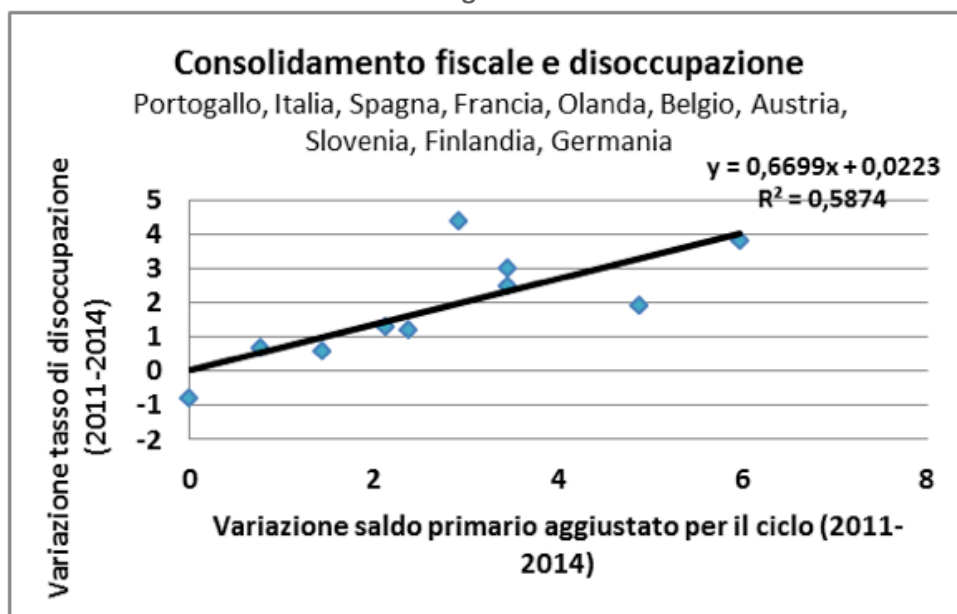


Figura 2



SCENDE LO SPREAD, AUMENTA IL DEBITO

La figura 3 mostra come i **livelli degli spread** tra tassi sui titoli pubblici a dieci anni dei vari paesi dell'area euro e tassi sui bund (tedeschi) decennali alla fine del 2010 spieghi oltre il 50 per cento dell'intensità del consolidamento fiscale come misurato dalla variazione del bilancio primario aggiustato per il ciclo. Il che conferma il ruolo significativo che le difficoltà di finanziamento del debito pubblico hanno avuto nel determinare l'atteggiamento di politica fiscale dei paesi dell'area euro. D'altro canto, le misure di austerità messe in campo hanno contribuito solo in misura relativamente ridotta alla riduzione degli spread (figura 4). Al contrario, il loro calo appare molto più la conseguenza della credibilità dell'annuncio fatto da **Mario Draghi** nel luglio 2012 a Londra di voler salvare l'euro "whatever it takes" e delle prospettate (ancorché mai attuate) operazioni *Outright Monetary Transactions* (Omt) da parte della Bce. Infatti, (i) gli spread si riducono



di più nei paesi in cui erano più alti a giugno 2012, suggerendo che il precedente rialzo era stato in buona misura determinato dai sentimenti di panico che si erano diffusi sui mercati (figura 5); (ii) gli spread si riducono nonostante che i “fondamentali” continuino a peggiorare, in particolare il rapporto debito/Pil che aumenta in tutti i paesi della “periferia”. (3)

Figura 3

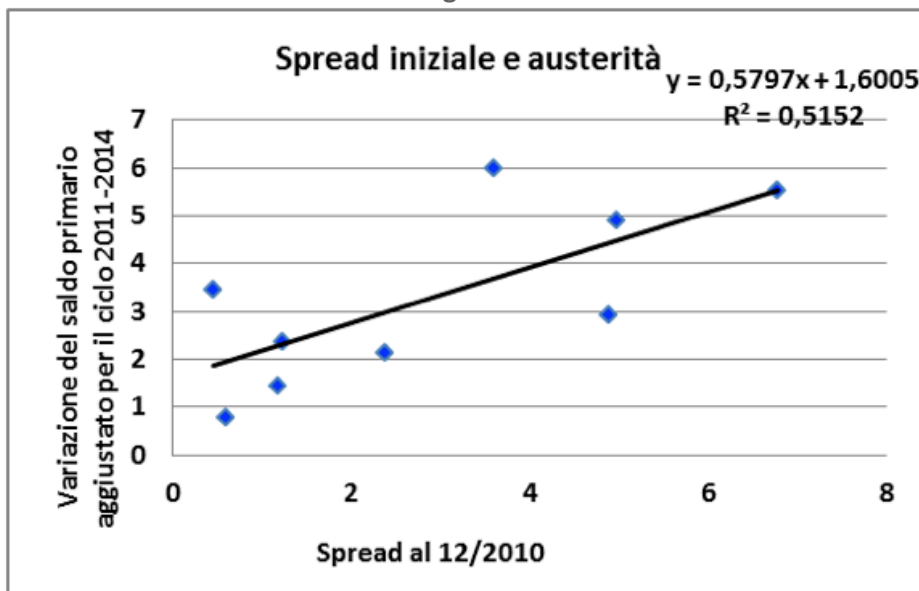


Figura 4

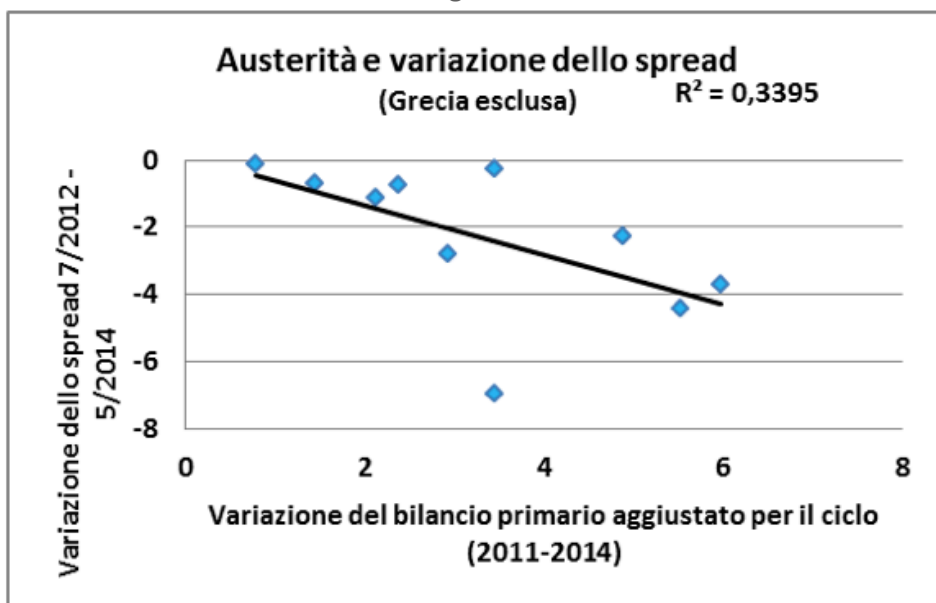


Figura 5

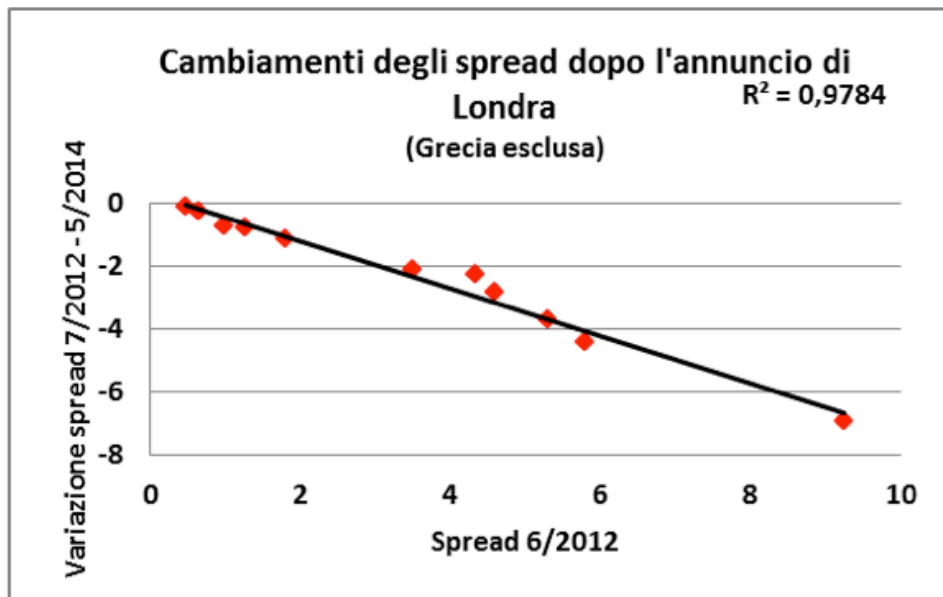
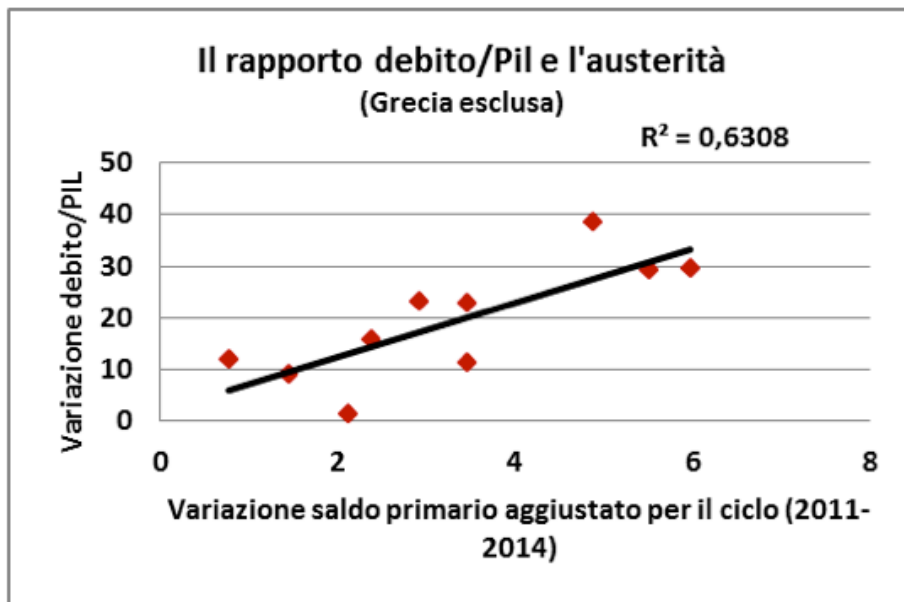


Figura 6



Dalla figura 6 si può vedere come il **rapporto debito/Pil sia aumentato** in tutti i paesi dell'Eurozona che hanno adottato misure di consolidamento fiscale e sia maggiore dove sono state più intense ( $R^2=0,63$ ). L'insieme di questi numeri sembra confutare definitivamente l'argomento di coloro che affermano che l'austerità ha funzionato poco perché non se n'è fatta abbastanza, dal momento che **più se ne è fatta, peggio sono andate le cose**, sotto il profilo della disoccupazione e sotto il profilo del debito pubblico. Evidentemente, nella concreta situazione in cui si sono venuti a trovare i paesi dell'Eurozona (tassi di interesse nominali vicini allo zero, inflazione ben al di sotto del 2 per cento e simultaneità non coordinata delle politiche di consolidamento del bilancio in tutti i paesi), moltiplicatori fiscali si sono rivelati molto più alti e molto più tradizionalmente keynesiani di quanto la Commissione e i suoi persuasori accademici pensassero. (4)

## E IL PIL POTENZIALE SI RIDUCE

Il problema più grave è che lo shock negativo costituito dalla crisi finanziaria e dalle successive politiche di consolidamento fiscale ha avuto **pesanti effetti sul Pil potenziale** e anche sul suo tasso di crescita: si è messo in atto un forte effetto di isteresi, con **distruzione di capacità produttiva**. Confrontando le tendenze pre-crisi e post-crisi per i paesi Ocse, Laurence Ball ha stimato che la perdita di Pil potenziale ha riguardato quasi tutti i paesi (le eccezioni sono Svizzera, Australia e Nuova Zelanda), ma l'epicentro di questa catastrofe sono stati i paesi europei che hanno sperimentato le più intense politiche di consolidamento fiscale (i Piigs e il Regno Unito, oltre alla Finlandia). Per l'Italia, il tasso di crescita potenziale si è ridotto dal già basso 1,34 per cento nel periodo pre-crisi a un miserrimo 0,11 per cento stimato per il biennio 2014-2015.

Proprio perché il Pil potenziale italiano si è ridotto, l'ampiezza dell'output gap negativo (cioè la differenza percentuale tra Pil effettivo e Pil potenziale) dovrebbe ridursi di 1,30 punti tra 2013 e 2015, in linea con la Spagna. Ancora maggiore risulterebbe la riduzione dell'output gap in Portogallo, Irlanda e Grecia, a seguito della perdita di Pil potenziale. Ma proprio questo fatto incide sul calcolo del deficit aggiustato per il ciclo (saldo strutturale), poiché la fase negativa del ciclo appare meno intensa di quanto sia nella realtà (il Pil effettivo è più vicino al nuovo, ridotto potenziale) e quindi il deficit aggiustato risulta maggiore, anche se quello nominale è invariato. Ne segue la **necessità di ulteriori manovre di aggiustamento** per rientrare nei "parametri" fissati dalle regole europee (incentrate sui saldi strutturali: si veda i passati interventi sul tema [27.06.2014](#), [04.07.14](#), [22.07.14](#)).

Tabella 1

	Perdita di Pil potenziale	Output gap	Perdita di Pil potenziale	Output gap	Tasso di crescita del Pil potenziale	Tasso di crescita del Pil potenziale
Paesi	2013	2013	2015	2015	pre-crisi	2014-2015
Austria	6,02	-2,75	7,14	-2,64	2,36	1,75
Belgio	7,54	-1,73	8,82	-1,19	2,07	1,36
Finlandia	15,66	-2,63	18,99	-3,08	3,09	1,04
Francia	7,50	-2,68	8,58	-3,08	2,08	1,48
Germania	2,87	-0,56	3,39	0,87	1,52	1,25
Grecia	29,98	-9,33	35,40	-7,59	3,96	-0,15
Irlanda	27,70	-6,32	34,15	-4,45	5,75	0,93
Italia	9,88	-5,04	12,05	-3,74	1,34	0,11
Olanda	6,83	-4,01	8,53	-4,09	2,14	1,20
Portogallo	11,41	-6,42	13,74	-4,98	1,83	0,49
Spagna	18,21	-4,37	22,33	-3,52	3,47	0,83
Regno Unito	10,98	-2,14	12,37	-0,32	2,66	1,85
Svizzera	-0,42	-0,76	-0,88	-0,39	1,81	2,04
Stati Uniti	4,70	-3,35	5,33	-1,78	2,57	2,23
Australia	1,40	-1,60	1,83	-2,27	3,33	2,11

Fonte: L. M. Ball, "Long term damage from the Great Recession in Oecd countries", NBER WP 20185, May 2014  
[www.nber.org/papers/w20185](http://www.nber.org/papers/w20185)

CHE FARE?

È evidente che regole di questo genere non possono tirare fuori l’Eurozona dalla recessione. Come ha detto Michael Spence, “l’Europa, teoricamente una grande potenza mondiale, non può più farsi del male da se stessa”; di fronte alla debolezza della domanda globale e ai segnali di recessione e deflazione che coinvolgono ormai anche Francia e Germania “non ha più senso il gioco di muscoli imperniato su parametri irrealistici, fissati quando la situazione era assai diversa”. (5) Inoltre, “la mancanza di riforme strutturali non può spiegare il fatto inedito e recente di uno scollamento dell’andamento ciclico tra noi e gli Stati Uniti, come non può spiegare la debolezza diffusa dell’Unione che tocca anche il paese che ne è motore: la Germania. Questo non significa negare l’importanza delle riforme, ma suggerisce che un difetto su questo fronte non può essere la causa di tutti i nostri mali”. (6) Bisogna accettare, una buona volta, di trovarsi di fronte a un’enorme e prolungata **crisi di domanda aggregata(7)**; che la politica monetaria (con tassi di interesse nulli e pendente la spada di Damocle della corte costituzionale tedesca) sta esaurendo le armi a sua disposizione; che c’è bisogno di una **politica fiscale federale** o quantomeno un coordinamento espansivo delle politiche fiscali nazionali; che bisogna smetterla coi soliti sospetti e pensare che questa svolta non deve servire ad “aiutare” per l’ennesima volta gli irriformabili paesi del Sud o per consentire loro di “derogare” regole oscure e parametri discutibili, ma **per consentire una ripresa di tutta l’Unione**. (8) Infine, bisogna accettare che l’attuazione delle riforme “dal lato dell’offerta” nei singoli paesi

potrà mettere la ripresa su un sentiero di prolungata sostenibilità, ma non può certo innescarla adesso, cioè quando serve.

**(1)** Poiché entrambe queste “misure” non fanno che registrare ciò che si è realizzato, a rigore non sono in grado di misurare le “intenzioni” di politica fiscale dei governi. Ma qualsiasi misura più corretta di tali intenzioni è reperibile con difficoltà e richiederebbe analisi dettagliate di tutti i singoli provvedimenti di finanza pubblica adottati dai vari parlamenti nazionali e messi in atto dai governi. Tutti i dati utilizzati in questo articolo sono di fonte Ocse o Bce.

**(2)** L. Reichlin, “Coordinare politiche monetarie e fiscali. Per l’Unione (debole) è l’ora della svolta”, *Corriere della Sera*, 15/8/2014.

**(3)** La figura 5 aggiorna la figura 1 di De Grauwe e Ji, “More evidence that financial markets imposed excessive austerity in the Eurozone”, CEPS Commentary, 5 febbraio 2013. Sul tema, si veda anche De Grauwe e Ji, “Disappearing government bond spreads in the Eurozone – Back to normal?”, CEPS Working Document No. 396, maggio 2014.

**(4)** Si vedano, per esempio, D.M. Nuti, “Gli effetti perversi del consolidamento fiscale”, 11/10/2013, [www.sbilanciamoci.info/layout/set/print/content/pdf/20423](http://www.sbilanciamoci.info/layout/set/print/content/pdf/20423); R. Tamborini, “Transatlantic austerity, 2010 – ...”, DEM Discussion Papers, Trento, 10/2013; J. nt’Veld, “Fiscal consolidation and spillovers in the Euro Area periphery and core”, *European Economic Papers*, 506, 2013.

**(5)** Intervista a *La Repubblica* del 14/8/2014.

**(6)** Lucrezia Reichlin, sempre sul *Corriere della Sera* del 15/8/2014.

**(7)** Guido Tabellini, “Riforme radicali per la svolta in Europa”, *Il Sole-24Ore*, 25/7/2014.

**(8)** Sulla necessità di introdurre qualche elemento federale nell’Unione monetaria, si veda la proposta di Sebastian Dullien di un sussidio europeo contro la disoccupazione in “The Macroeconomic Stabilisation Impact of a European Basic Unemployment Insurance Scheme”, *Intereconomics*, Volume 49, July/August 2014, N. 4. La proposta è stata ripresa e sostenuta dal Commissario europeo agli Affari sociali Lazlo Andor. Guido Tabellini, su *Il Sole 24 Ore* del 25 luglio, sostiene, invece, la necessità di una riduzione della pressione fiscale simultanea e coordinata a livello europeo. Sebbene probabilmente gli effetti espansivi di una simile riduzione sarebbero inferiori a quelli di un aumento “federale” degli investimenti pubblici, si tratterebbe comunque di un importante passo avanti verso una politica fiscale federale, oltre che comunque una spinta alla domanda aggregata.