



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA

Università degli Studi di Padova

Dipartimento di Studi Linguistici e Letterari

Corso di Laurea Triennale Interclasse in
Lingue, Letterature e Mediazione culturale (LTLLM)
Classe LT-12

Tesina di Laurea

*Gli squilibri macroeconomici nella zona
Euro: è riuscita la Grande Recessione a
mitigarli? Un approfondimento dei casi di
Italia e Germania.*

Relatore
Prof. Roberto Bonfatti

Laureando
Cristian Fraccarolo
n° matr.1222951 / LTLLM

Anno Accademico 2021 / 2022

Indice

Introduzione	1
Capitolo 1: Situazione durante e dopo la crisi	5
1.1: Effetti diretti della Grande Recessione	6
1.2 La crisi del debito e il riassetamento degli squilibri	10
Capitolo 2: Il peso delle politiche	21
2.1 L'intervento europeo	21
2.1.2 Comitato Europeo per il Rischio Sistemico	21
2.1.3 Procedura per gli Squilibri Macroeconomici	22
2.1.4 Efficacia delle politiche europee	24
2.2 Le riforme nazionali: caso di Germania e Italia	26
2.2.1 L'Agenda 2010 e il conto corrente tedesco	27
2.2.2 Le riforme italiane e la loro efficacia	31
Conclusioni	37
Zusammenfassung	39
Bibliografia	43

Introduzione

A seguito della grave crisi imperversata in Europa nel 2008, il dibattito economico ha cominciato a dare maggiore rilevanza a un tema prima poco osservato: gli squilibri macroeconomici nell'area euro. Indebitamento privato e pubblico, posizione netta sull'estero e tassi di inflazione divergenti sono alcune tra le differenze più lampanti che si sono andate amplificando in Europa. Mentre molta importanza era data ad una futura convergenza economica da parte dei paesi più poveri¹, fino all'avvento della crisi era opinione diffusa che tali squilibri non fossero rilevanti in un'unione monetaria. Basti pensare che i criteri di ammissione all'euro sono basati su livello dei tassi di interesse e di inflazione e ammontare di debito pubblico, questi parametri in un'unione che condivide valuta e politica monetaria avrebbero dovuto raggiungere livelli sempre più simili, attirando l'attenzione verso i deficit di bilancio e distogliendola dalla preoccupante differenza che si stava sviluppando nei livelli dei prezzi e di produttività (Giavazzi e Spaventa 2010). Prima del 2008, non era chiaro quanto tali squilibri avrebbero potuto importare nell'ambito di una crisi economica della zona Euro, né quanto vi avrebbero contribuito. Quanto è emerso è che hanno avuto effetti negativi, andando ad aggravare la recessione economica, danneggiando in primo luogo il sistema bancario e l'affidabilità creditizia degli Stati (Lane e Pels 2012).

La crisi, infatti, è stata molto esacerbata dalla presenza di grosse differenze macroeconomiche all'interno di una stessa area monetaria. Oltre che sulla fragilità finanziaria e sulla flessione del prodotto interno, nel lungo termine esse hanno influito su un'evidente differenza nella competitività dei vari paesi. "But competitiveness is not only international price competitiveness. Competitiveness is also related more broadly to a country's external performance. Analysis of this broader concept of competitiveness includes indicators of export growth, market shares and current account balances."² (Draghi 2012). La competitività risulta quindi strettamente collegata al valore del conto delle partite correnti (anche detto conto corrente) di un paese. Il conto corrente (*current account*) è una delle tre sezioni insieme a conto capitale (*capital account*) e conto finanziario (*financial account*) della bilancia dei pagamenti, "uno schema contabile che registra le transazioni

¹Le economie meno produttive avrebbero dovuto essere in grado di portarsi al passo con gli altri paesi dell'area euro tramite un eventuale allineamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse.

²Ma per competitività non si intende solo la competitività nei prezzi. La competitività è anche legata in maniera più generale alle sue performance esterne. L'analisi di questo concetto più ampio di competitività include valori di crescita dell'export, quote di mercato e conti correnti dei Paesi (traduzione).

tra i residenti in un'economia e i non residenti, in un dato periodo di tempo" (Banca d'Italia 2004). Come afferma anche l'ex presidente della BCE nel proseguo del suo discorso, in accordo con molti economisti, un deficit nel conto corrente non è causa di una perdita di competitività, ma piuttosto segnale di ciò, spesso risultando in un calo della domanda aggregata di prodotti nazionali e facendo emergere problemi strutturali³. Di conseguenza, il conto corrente di uno Stato risulta un buon metodo per misurarne la competitività e la domanda di prodotti nazionali (Giavazzi e Spaventa 2010). È spesso indicato in milioni di dollari o su percentuale del PIL ed è un indicatore che registra tutte le transazioni tra enti residenti e non residenti. Include scambio di merci, servizi e redditi. È quindi importante capire che squilibri esistessero all'avvento della crisi, e come vi abbiano inciso, prima di poter capire se si siano mitigati nel corso degli anni dal 2008 al 2019.

Il conto corrente tedesco nel 2007 presentava un avanzo (234.77 miliardi di dollari)⁴ molto superiore alla media dell'area euro (5.6 miliardi di dollari)⁴ e di solo 4 miliardi⁴ inferiore al deficit dei paesi PIGS (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna). Un conto corrente in bilancio e l'aumento di divario tra posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) all'interno della stessa area monetaria dimostrano un fluire di capitali verso paesi con disavanzo, specialmente dell'Europa meridionale. L'introduzione dell'euro ha favorito una tendenza dei paesi meno competitivi a creare debito, in special modo quando la popolazione era giovane e le aspettative di crescita erano alte⁵. Il debito è stato principalmente investito per stimolare consumo (Portogallo e Grecia) ed edilizia (Spagna e Irlanda), in modo da incentivare la domanda interna nel breve periodo (Commissione Europea, Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2006). Mentre dall'altra parte, paesi virtuosi come la Germania avevano interesse a prestare quei soldi, andando a creare un divario sempre più incolmabile e un debito molto difficile da sanare, come successe nel caso della Grecia. Germania, e in modo minore i Paesi Bassi, hanno finanziato il debito di Italia e Spagna e altri governi dell'Europa meridionale. Tuttavia, la crisi si è dimostrata critica in maggior modo per i paesi che oltre ad un debito alto, presentavano

³ "[...] larger current account deficits have resulted from significant losses of national competitiveness, signalling domestic macroeconomic imbalances and deeper structural problems." (Draghi 2012)

⁴ Dati OECD

⁵ Un paese con una popolazione giovane dovrà rinunciare ad investimenti; invece, una popolazione vecchia induce il governo a risparmiare (in vista di future spese), tuttavia vi è una riduzione del risparmio privato e delle aziende (Lane e Pels 2012; Barnes, Lawson e Radziwill 2010). Inoltre, è empiricamente dimostrato che una crescita di popolazione risulti in una diminuzione delle partite correnti (Barnes, Lawson e Radziwill 2010).

un conto corrente in disavanzo (Baldwin e Giavazzi 2015)⁶. È il caso di Irlanda e Spagna, che nonostante un rapporto debito-PIL molto più basso di Belgio e Italia, si sono trovate ad affrontare una situazione ben peggiore avendo un conto corrente in deficit e non avendo più il precedente afflusso di denaro dall'estero a causa della crisi. È per evitare che questi squilibri vadano ad amplificarsi nuovamente, che la Commissione Europea ha creato un meccanismo ad hoc per monitorare squilibri interni all'eurozona, la Procedura per gli Squilibri Macroeconomici (MIP). Tuttavia, resta da chiedersi perché, pur esistendo costantemente differenze macroeconomiche a livello globale, gli squilibri interni all'euro preoccupino tanto gli economisti.

Innanzitutto, squilibri macroeconomici esterni globali possono essere comunque considerati dannosi per le economie sviluppate, Europa compresa. Il motivo della maggiore preoccupazione a livello interno europeo sono principalmente due fattori. In primo luogo, le politiche monetarie possono intervenire solo su shock economici comuni europei. Shock idiosincratici non possono essere gestiti da politiche di tipo monetario. Sono quindi necessari aggiustamenti a livelli regionali, che purtroppo, procedono spesso a rilento a causa della vischiosità di prezzi e stipendi, cause del lungo aggiustamento dei livelli di disequilibrio.

In secondo luogo, un'alta eccedenza delle partite correnti dovuta ad una bassa domanda interna rende difficile gli aggiustamenti della bilancia commerciale dei paesi che ne presentano disavanzi, in quanto possono esserne direttamente responsabili

Solo con l'inizio della crisi questi grossi squilibri che si erano andati a creare sono andati a placarsi, ma cosa è successo dopo la crisi?

La tesi si propone di rispondere a questa domanda tramite l'utilizzo di dati ufficiali, alla luce di interpretazioni generalmente accettate come valide. Nel primo capitolo verrà analizzato l'evolversi della situazione negli anni a seguito della crisi. Nel secondo capitolo verranno rispettivamente esaminate le misure introdotte a livello europeo e le condotte dei due paesi che rispecchiano per eccellenza le due diverse tendenze dell'area euro prima della crisi: Germania e Italia.

⁶Una delle cause di riduzione del conto delle partite correnti è l'aspettativa ottimistica del futuro, che ha indotto i governi dei paesi con aspettative di crescita più alte negli anni successivi ad un minore risparmio (Lane e Pels 2012).

Capitolo 1: Situazione durante e dopo la crisi

Considerando il conto delle partite correnti come un buon metodo per il confronto della condizione economica relativa tra i paesi dell'euro, la dispersione di questi conti correnti permette di individuare un peggioramento od un miglioramento della situazione. Dopo un estensivo allargamento dei deficit nelle bilance dei pagamenti sviluppato dal 2000 in poi da parte dei paesi meridionali dell'Europa, questa dispersione è calata notevolmente come indicato dal Grafico 1. L'alto aumento rilevato nel 2019 non è dato da un vero aumento della dispersione ma dal valore dell'Irlanda del 2019 (-19,8% del PIL), che distorce i dati. Gli altri valori infatti mostrano una tendenza all'allineamento.

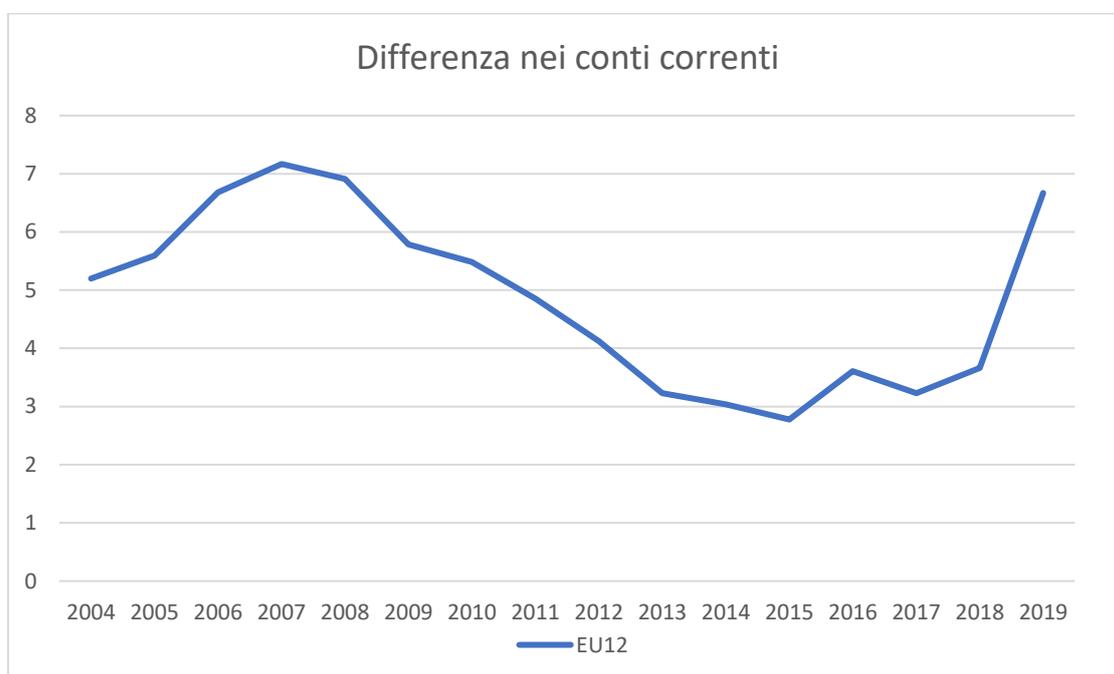


Grafico 1: Deviazione standard dei conti correnti dei paesi EU12 con riferimento alla percentuale del PIL. Calcoli basati su dati AMECO.

Come si deduce facilmente dai dati sopra riportati, vi è stata una notevole riduzione della dispersione tra i conti correnti dell'area Euro dopo il 2008. I due capitoli seguenti servono a fare luce sui fattori macroeconomici che ne hanno giocato un ruolo e capire se a questi cambiamenti siano corrisposti aggiustamenti della situazione presentata precedentemente.

Capitolo 1.1: Effetti diretti della Grande Recessione

Come già anticipato nell'introduzione, l'adozione dell'euro ha decisamente giocato un ruolo chiave nell'amplificazione di squilibri esterni, a fronte di forti vantaggi per il commercio internazionale. L'eliminazione di alcuni attriti, come il rischio dettato dal tasso di cambio, ha promosso più bassi tassi di interesse. Ciononostante, la crescita nella dispersione dei conti correnti dell'area euro è aumentata in modo sostanziale nel periodo 2005-2006, dopo aver cominciato a prendere piede solo nel 2003. Vi sono altri fattori ad aver causato un aumento negli squilibri: senza considerare i fattori demografici specifici dei vari paesi, hanno influito l'entrata dei paesi dell'Europa Centrale nel 2004, l'aumento della produzione manifatturiera in Cina a scapito della produzione dell'Europa meridionale, l'aumento dei prezzi del petrolio, l'apprezzamento dell'euro sul dollaro dal 2001 in poi e il cambio di preferenza degli investimenti⁷ (Lane 2013).

Nonostante le differenze tra le economie all'interno dell'area euro, il biennio 2006-2007 è stato un periodo prospero. Una tale crescita non si vedeva dagli anni 2000-2001. Gli investimenti non edilizi stavano aumentando in tutti gli stati (Lane e Pels 2012). La spinta espansiva è derivata principalmente da un aumento della domanda interna. Vi è stato una diminuzione della disoccupazione da 8.5 punti percentuali a 7.1 dal 2005 al 2007(OECD, s.d.), con un aumento anche alla partecipazione nel mercato del lavoro. Il consumo privato era stimato aumentare in tutta Europa con eccezione della Germania a causa dell'aumento della USt⁸ (OECD 2007b, 2007/1:72–80, 2007c, 2007/2:76–80). Il livello di inflazione superava di poco il 2%, molto vicino a quanto auspicato dalla BCE. Inoltre, molti paesi hanno apportato miglioramenti alle finanze pubbliche, dopo ingenti spese negli anni precedenti. Tuttavia, verso la fine del 2007, si cominciano a notare i primi segni di cedimento nel mercato finanziario e bancario a seguito della crisi nel mercato dei mutui sub-prime.

Il Regno Unito forniva da collegamento indiretto tra Stati Uniti ed Europa, grazie al suo molto sviluppato sistema finanziario. Non è quindi sorprendente che le stesse condizioni finanziarie che hanno fatto emergere la crisi negli Stati Uniti stessero

⁷ L'interesse degli investitori si sposta dalle azioni societarie a immobili e obbligazioni

⁸ Umsatzsteuer, corrispettiva tedesca dell'IVA.

presentandosi anche nel Regno Unito. In aggiunta vi era un forte commercio bilaterale tra Stati Uniti ed eurozona⁹ (Lane 2013).

La precedente deregolamentazione del mercato del credito, soprattutto negli U.S.A. e nel Regno Unito, provoca un cospicuo aumento dal lato dell'offerta di credito, spingendo le banche ad offrire mutui veramente vantaggiosi, spesso molto rischiosi, pur di accaparrarsi i nuovi partecipanti al mercato. Partecipanti, che erano però negli anni precedenti stati esclusi, in quanto non considerati come affidabili (mercato sub-prime). Inoltre, il livello di rischio percepito era stato abbassato dalle condizioni economiche favorevoli, provocando un boom nei prezzi delle case. A causa del rialzo dei tassi di interesse, i debitori cominciano a rendersi insolventi, le banche si vedono costrette a rientrare dalle passività, cominciando i pignoramenti e le vendite degli immobili. Ciò provoca un aumento dell'offerta di immobili, riducendone il prezzo. Di conseguenza, molte banche non sono riuscite a ottenere abbastanza liquidità in tempo per onorare debiti con altri soggetti o banche.

Le banche europee non avendo sicurezza del grado di esposizione al mercato sub-prime statunitense, come conseguenza diretta della crisi e analogamente alla controparte americana, diminuiscono i crediti¹⁰. Ciò significa un più alto costo nell'indebitarsi, sia a livello privato, che bancario, peggiorando ulteriormente la situazione per le banche con ingenti perdite. In seguito, il mercato immobiliare, già in declino a causa del rialzo dei tassi di interesse, subisce un contraccolpo. Nell'anno seguente comincia a calare la domanda interna, a causa dell'apprezzarsi dell'euro e dei tumulti nel mercato finanziario, che ancora continuano, contribuendo ad una diminuzione delle esportazioni nette (OECD 2008).

Ciò che sembrava essere un polverone che si sarebbe presto sanato, in realtà peggiora nel corso del 2008, iniziato con la corsa agli sportelli della fine del 2007, fino al fallimento di molte banche a livello mondiale. A livello europeo, vi sono stati acquisizioni interbancarie, come per esempio la tedesca IKB, acquistata dalla KfW. Le banche centrali hanno dovuto decidere quali banche salvare e quali lasciare fallire.

⁹ Gli Stati Uniti componevano il 13,1% dell'export a paesi extra-euro e maggiore importatore dei prodotti euro dopo il Regno Unito nel 2007 (Eurostat s.d.)

¹⁰ Significante l'annuncio di BNP Paribas, che il 9 agosto afferma avrebbe sospeso la concessione di tre fondi di credito, provocando un forte shock nel mercato.

L'inflazione cresce a seguito dell'aumento del costo delle materie prime, petrolio e cibo¹¹. Quello che segue è una grave recessione che colpisce l'intera Europa, e non solo, mette alla prova l'euro e la politica europea. Il picco della recessione è avvenuto nell'anno 2009 con un calo del PIL del 4% dal suo livello del 2007¹². Il *credit crunch*¹³, ha messo in difficoltà principalmente le piccole imprese, in quanto gli istituti di credito non concedevano scoperto. Ciò è spesso risultato in un taglio nelle spese sul personale, aumentando la disoccupazione. In accordo con la legge di Okun¹⁴, vi è stata una diminuzione dei consumi da parte dei nuclei familiari. Calo dei consumi, degli investimenti, degli export e del prezzo del petrolio ha provocato una sostanziale riduzione dell'inflazione nel 2009, tuttavia, non abbastanza a rialzare un aumento della domanda, ancora annichilita dalla mancanza di aspettative, distrutte da una mancanza di comprensione di ciò che stava succedendo. Questa incertezza ha fatto posticipare qualsiasi pagamento, a livello familiare, così come aziendale. In questo modo comincia un circolo vizioso che colpisce i paesi europei in maniera differente.

Come accennato precedentemente, per i paesi molto dipendenti da capitale estero, i cosiddetti *sudden stop*¹⁵ costringono a correggere immediatamente il deficit, generalmente tramite taglio della spesa pubblica (Lane 2013). Una situazione ben peggiore si presenta nel caso di inversione di flussi, quando la credibilità di un dato paese è così bassa da risultare in fuga di capitale. È in periodi di forte volatilità finanziaria, che i flussi di capitali si riducono, come successe nel periodo della crisi (Lane 2013). Nel caso europeo, ciò è risultato in una sostanziale riduzione dei proventi da titoli di stato a breve termine nonché un aumento del premio del rischio per l'elevato rischio a cui si sottopone il capitale: più si crede un paese possa essere insolvente, più alti saranno gli interessi.

È innegabile che il debito abbia avuto un forte impatto sugli effetti della crisi, e ciò si può notare dai semplici dati: le regioni, sia nell'eurozona, che negli Stati Uniti, che

¹¹L'elevato utilizzo della leva finanziaria provoca un aumento dei prezzi delle attività. Le famiglie e le aziende si indebitano e consumano maggiormente, aumentando la domanda aggregata e quindi l'inflazione nel lungo periodo (Mankiw e Taylor 2018)

¹²La crescita del PIL è stata del 3% nel 2007, dello 0,4% nel 2008, e ha visto un calo del 4,5% nel 2009 (World Bank s.d.)

¹³“Difficoltà di reperimento di capitale d'investimento da parte di banche o investitori a causa della loro sfiducia nel mercato” (Treccani s.d.)

¹⁴La legge di Okun è una legge empirica elaborata dall'economista Arthur Okun nel 1960, e prova che una diminuzione del PIL corrisponde un aumento della disoccupazione. Per diminuirlo il PIL dovrebbe aumentare oltre il livello di crescita potenziale.

¹⁵“Improvvisa diminuzione dei flussi in entrata dei capitali esteri, che finanziavano disavanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti, motivata soprattutto da timori di mancato rimborso del debito pubblico estero.” (Treccani, s.d.)

hanno avuto maggiori fluttuazioni nel debito privato, si sono scontrate con un maggiore aumento della disoccupazione e una maggiore diminuzione della produzione (Martin e Philippon 2014).

Al contrario di come ci si aspetterebbe, il conto in partite doppie dei paesi europei è aumentato per i paesi con grossi deficit e diminuito per quelli con surplus. Osservando anche il resto delle economie globali si noterà questo effetto. Come anticipato, la Grande Recessione ha provocato un improvviso calo della domanda e un conseguente calo del commercio internazionale. Se si considera il conto corrente come la differenza tra export ed import (bilancia commerciale) con aggiunta dei pagamenti netti, si capisce all'istante il nesso tra il calo di uno e l'aumento dell'altro. Considerando la riduzione sia di import che di export del 25% o più avvenuta durante la Recessione (Baldwin e Taglioni 2009), la quantità più grande diminuirà maggiormente. Altre motivazioni sono un aumento delle politiche protezionistiche commerciali, soprattutto per gli import sia verso, che dall'Unione. Ciò ha diminuito le esportazioni nette di paesi molto concentrati sul commercio, ad esempio la Germania¹⁶; allo stesso tempo ha sfavorito l'import per i paesi meno competitivi¹⁷.

Un'altra prospettiva è considerare il conto corrente come la differenza risparmio aggregato e investimenti. Come abbiamo visto, la diminuzione del reddito familiare e dei proventi delle aziende ha provocato un grande calo degli investimenti e un aumento del risparmio¹⁸. Anche in questo caso è spiegato l'aggiustamento, che però sarebbe stato ancora più accentuato, se non vi fossero state misure correttive da parte della BCE e dal Fondo Monetario Internazionale. Nello specifico l'utilizzo dei fondi MES, e OMT (acquisizione di titoli a breve termine da parte della BCE), hanno permesso di sopperire a problemi di liquidità, che sicuramente avrebbero riportato a livelli ancora migliori i conti correnti degli stati con grandi disavanzi, tuttavia ad un prezzo molto alto.

¹⁶ La crescita della Germania, per esempio, era molto dipendente dagli export del settore manifatturiero (OECD 2009).

¹⁷ Questo effetto è dato dagli aggiustamenti automatici nei mercati internazionali per il deprezzamento del valore reale dell'euro (Bown e Crowley 2012).

¹⁸ Questa tendenza non è unica della crisi del 2007, è empiricamente provato che una recessione provochi tendenza al risparmio per circa 3 anni e aumento del CA (Kolerus 2021).

Capitolo 1.2 La crisi del debito e il riassetto degli squilibri

La crisi finanziaria ha colpito in maniera diversa i paesi europei. A tal proposito, il Grafico 2 mostra la deviazione del PIL dai livelli presentati nel 2008. Emerge la differenza tra i paesi centrali e quelli periferici. I Paesi Bassi, in conformità con la media dei paesi dell'EU12, ha mostrato una recessione che è considerabile leggera rispetto al resto dei paesi, escludendo la Germania. Quest'ultima ha affrontato una rapida ripresa dal 2009, superando già nel 2010 il valore registrato di PIL prima della crisi. Il PIL dell'Irlanda è stato il primo a mostrare una recessione, per l'esposizione al mercato creditizio statunitense. Dal 2011 si è evidenziata una lenta ripresa, che ha visto un aumento esponenziale del PIL dal 2014 in poi¹⁹. Nel caso italiano la crisi e gli avvenimenti seguenti hanno provocato un'importante stagnazione a livello economico, che ha cominciato a risolversi nel 2015. Nel caso spagnolo e portoghese, è seguito un lungo periodo recessivo, che ha cominciato a migliorare tra il 2012 e il 2014. La situazione più grave si è verificata in Grecia, che è ancora molto lontana dalla ripresa.

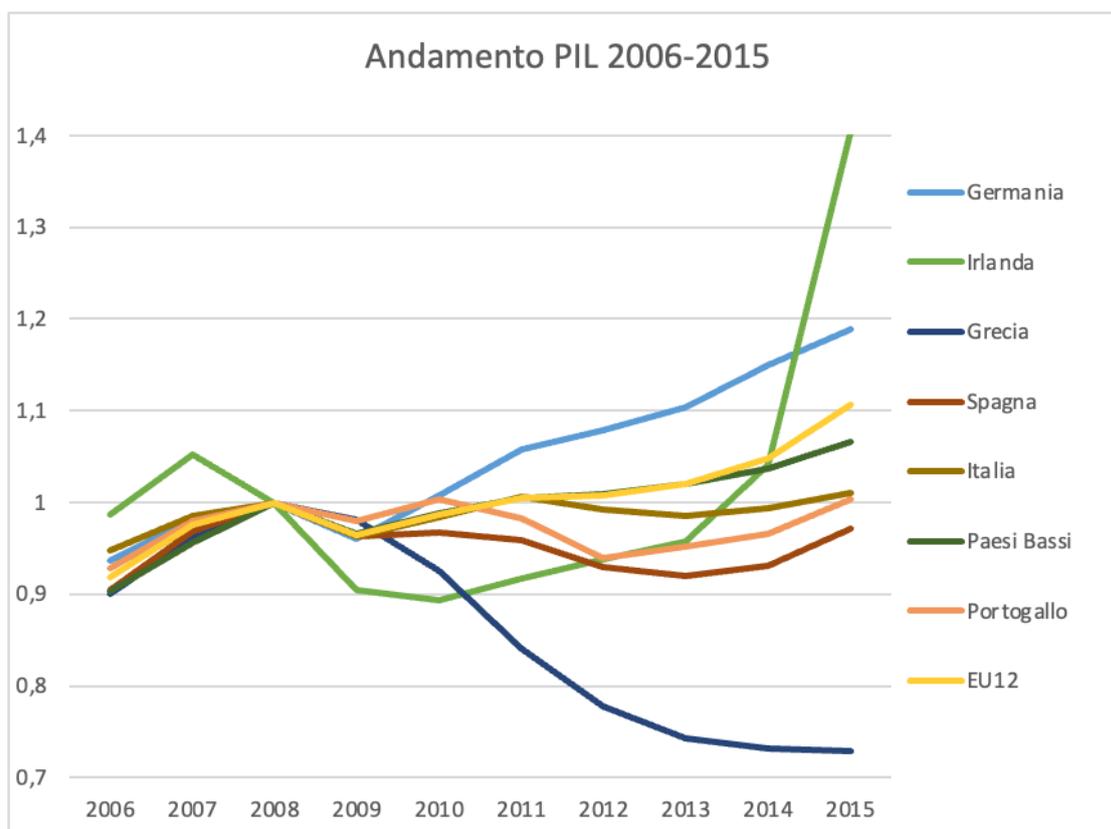


Grafico 2: Andamento del PIL nel periodo 2006-2015. Cambiamento rispetto all'anno 2008. Dati AMECO.

¹⁹ Sebbene il valore dell'Irlanda sia viziato dalla grossa recessione che ha colpito l'Irlanda l'anno precedente, i valori pre-crisi (quindi del 2007) verranno raggiunti nel 2014, con un cospicuo aumento anche negli anni successivi.

L'alta differenza nel modo in cui la crisi ha colpito le varie economie europee è data principalmente da due fattori: l'esposizione che i paesi avevano al mercato sub-prime statunitense in un primo momento e dall'espansione del settore finanziario²⁰. Inoltre, un paese molto dipendente dal commercio internazionale avrebbe subito un colpo dal calo dell'export a seguito del collasso del commercio internazionale. I paesi periferici dell'area euro hanno riscontrato in maggior modo un calo del gettito fiscale. Ciò è dipeso dall'alta dipendenza del reddito lordo dai proventi dei boom nei settori degli immobili e dall'ampliamento in generale del settore dei beni non commerciabili rispetto a quello di beni commerciabili nel periodo pre-crisi (nel caso di Irlanda e Spagna) (Lane 2013, 2012). Questa concentrazione è significata una possibilità minore di accumulare debito privato. Inoltre, il collasso è stato molto rapido a seguito della domanda interna²¹. A questi fattori vanno aggiunte le fragilità che i paesi della periferia già avevano: l'alto debito pubblico di Italia e Grecia in termini lordi, molto al di fuori del limite richiesto dal Patto di stabilità e Crescita del 1997²²; il basso risparmio di Grecia e Portogallo, rendendoli molto dipendenti da capitali esteri; il forte legame dell'economia irlandese e spagnola al mercato finanziario per il sostegno del boom immobiliare e infine l'alto indebitamento privato di tutti questi paesi fuorché l'Italia (Mankiw e Taylor 2018, 695–96; Gros 2010; Lane 2012). Tutte queste condizioni preesistenti, in aggiunta agli effetti della crisi, hanno provocato da una parte un problema di liquidità nei mercati e dall'altra un rischio di insolvenza. L'aumento del premio di rischio, infatti, è stato particolarmente pesante sulla Grecia. In realtà, tutti i paesi con possibilità ridotta di manovra fiscale si sono dovuti indebitare per far fronte all'alto debito privato, soprattutto bancario: l'alternativa era lasciare che le banche fallissero, provocando effetti ancora peggiori nell'economia reale. Inoltre, va considerata la riduzione dei proventi delle tasse a seguito della recessione e l'aumento della spesa pubblica a causa del crescente utilizzo degli ammortizzatori sociali. Tutte queste tensioni e l'accusa politica da parte dei paesi centrali di un'irresponsabilità politica va ad aggiungere un ulteriore premio di rischio: il prezzo del rischio nominale. Gli investitori esteri non erano più nella botte di ferro dell'euro, perché il paese, violando le norme fiscali

²⁰ I paesi con sistemi finanziari più sviluppati, se al contempo dispongono di alta produzione pro capite, apertura al commercio internazionale e bassa popolazione mostrano una maggiore esposizione agli shock globali (Lane 2013).

²¹ Come indicato da (Lane 2013), nonostante il collasso del commercio internazionale, il settore di beni non commerciabili (quindi servizi ed edilizia) hanno avuto un calo prima del settore di beni commerciabili in Irlanda e Grecia.

²² L'Italia e la Grecia non sono mai state in regola per quanto riguarda il limite del 60% di rapporto debito su PIL. Già nel 1997 il debito pubblico italiano misurava il 116.8% del PIL, mentre quello greco il 99.5% (Dati AMECO Online)

dell'Unione Europea, metteva a repentaglio la sua stessa partecipazione al mercato unico²³.

Il primo Stato a mostrare difficoltà è la Grecia. La mancata fiducia nei titoli di stato greci si è dimostrata nell'aumento dello spread tra i titoli ellenici e tedeschi del 4%. Il nuovo governo ha infatti annunciato nel 2009 un deficit previsto di circa il 13%²⁴ (Mankiw e Taylor 2018, 693–94; Lane 2012). La Grecia è la prima a rischiare l'insolvenza, quando nel frattempo, nel corso del 2010, i suoi titoli raggiungono quasi il 20% sulle obbligazioni a due anni. Il rischio greco è risultato in un deprezzamento dell'euro in generale, convincendo le istituzioni europee e il Fondo Monetario a intervenire per un totale di 100 miliardi di euro solo nel 2010, a fronte di un impegno sul taglio della spesa pubblica²⁵ (Mankiw e Taylor 2018). Il panico creato nel mercato del credito ha trascinato gli altri paesi citati precedentemente nella stessa situazione, ciò è verificabile dalla differenza di rendimento dei titoli tra i paesi europei. Considerando che non esistono differenze nel rischio di cambio, in quanto il debito è tutto in euro, la resa prevista è semplicemente indice della volatilità e della percezione di rischio (Lane 2012). Il grafico preso da Lane 2012 mostra il rendimento dei titoli dei paesi periferici, contro quelli di Francia e Germania (Grafico 3). Nel grafico si può notare un discostamento nel rendimento dei titoli di stato greci a lunga scadenza dai restanti già a partire dal 2009. Sebbene la differenza nel rendimento sia molto alta anche tra Italia e Grecia, è solo agli inizi del 2010 che Italia, Portogallo, Spagna e Irlanda mostrano un decisivo aumento della plusvalenza delle loro obbligazioni, allontanandosi da quelle di Francia e Germania, che rappresentano l'andamento dei paesi centrali. Un ulteriore allontanamento si può notare agli inizi del 2011 tra Portogallo e Irlanda e Spagna ed Italia. La situazione vede un continuo aumento di criticità per la Grecia fino agli inizi del 2012, in cui i rendimenti cominciano a calare, tuttavia non ancora raggiungendo i livelli del 2006²⁶. Le trattative riguardo una decurtazione del debito per la Grecia nel corso del 2011 alzano ulteriormente lo spread dei paesi

²³ I tassi di interesse durante gli anni precedenti si sono infatti uniformati grazie alla partecipazione ad una stessa moneta dei diversi paesi, che rendeva pressoché impossibile utilizzare spinte inflazionistiche per ridurre l'indebitamento. Infatti, i paesi centrali sarebbero stati penalizzati e non avrebbero approvato questo metodo. Tuttavia, se il paese rischia di uscire dall'euro, questa attenuante cessa di esistere (Gros 2010; Mankiw e Taylor 2018, 694).

²⁴ Il deficit stimato precedentemente era pari al 6%. Inoltre, si aggiungono le revisioni dei conti fiscali della Grecia degli anni precedenti che mostrano deficit più alti di quelli previsti (Lane 2012).

²⁵ Il taglio della spesa pubblica imposto alla Grecia e agli altri paesi considerati irresponsabili fiscalmente, così come per gli altri paesi periferici, hanno avuto importanti derive sociali, soprattutto lo scoppio della politica populista.

²⁶ I livelli del 2006 verranno raggiunti nuovamente solo nel 2017, dopo un ulteriore picco dal 2015 con la vittoria del partito Syriza alle elezioni, che aveva riaperto nuovamente i timori di una Grexit (Mankiw e Taylor 2018, 697).

di tutti i paesi periferici, e allo stesso tempo favoriscono una leggera diminuzione per Germania e gli altri paesi centrali (Lane 2013).

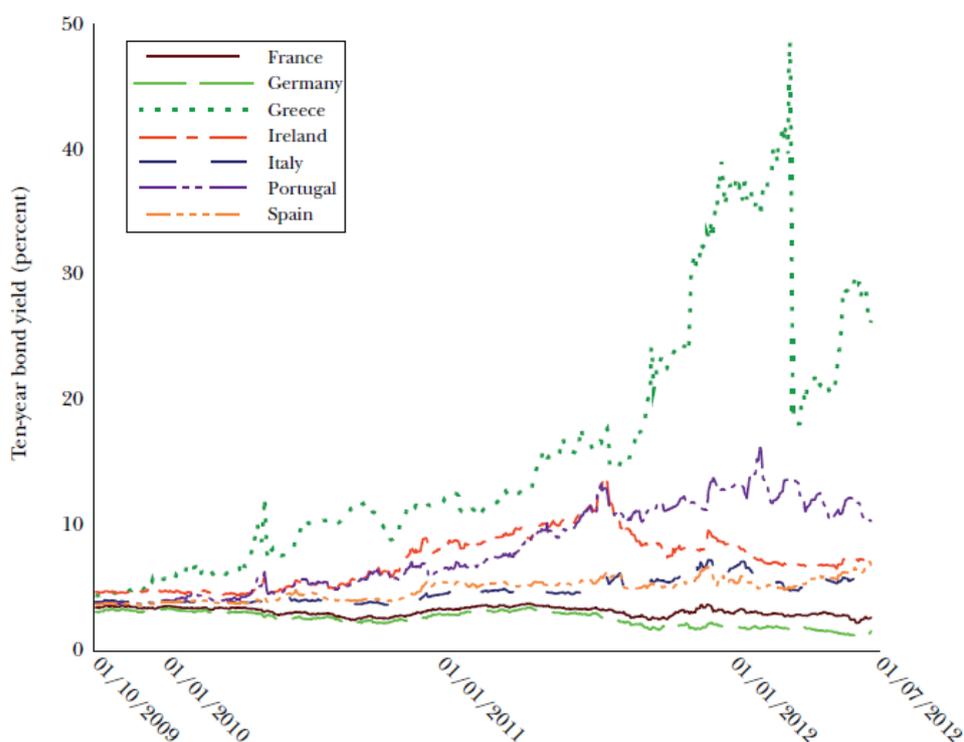


Grafico 3: Rendimento dei titoli di stato decennali in percentuale

Come ci si poteva aspettare gli alti tassi di interesse si sono presto propagati al resto dell'economia, provocandone un rallentamento generale tramite un'ulteriore diminuzione della domanda. Inoltre, l'alto grado di dipendenza dell'economia dagli stimoli fiscali rende i tagli alla spesa pubblica ancora più impegnativi per i governi (Gros 2010), tuttavia, per la Grecia, un aumento del risparmio pubblico non sarebbe stato sufficiente a impedire l'accumulazione di debito²⁷. La crisi è peggiorata nei vari paesi arrivando al ricorso di piani di salvataggio con clausole di risanamento dei bilanci²⁸. Mentre il debito prima della crisi mirava a finanziare i deficit di bilancio, durante la crisi è servito a dare stimoli fiscali o supporto al sistema finanziario²⁹. Il debito è così aumentato vertiginosamente in questi paesi, per poi stabilizzarsi o invertirsi nel 2014, come si può notare dal

²⁷ Gros (Gros 2010) calcola nel 2010 che per evitare indebitamenti ulteriori rispetto al PIL la Grecia avrebbe dovuto mantenere una crescita del PIL del 6% nel pieno della recessione.

²⁸ L'Irlanda (Novembre 2010), il Portogallo (Aprile 2011), la Spagna e Cipro (Giugno 2012) hanno richiesto fondi di aiuto. I programmi di salvataggio beneficiano entrambe le parti, perché evitano effetti spillover e si riescono ad attuare politiche necessarie, ma poco popolari (Lane 2012).

²⁹ Gli aiuti al sistema finanziario non vengono inseriti nei deficit di bilancio, tuttavia nel debito. Per monitorare questi aiuti le istituzioni europee utilizzano i SFA, stock-flow adjustments, la differenza tra debito e deficit (Eurostat s.d.).

Grafico 4³⁰. Nel caso specifico dell'Irlanda, si può notare come il debito sia quintuplicato (da 23,94% del 2007 al 120% del 2013), per poi cominciare a diminuire drasticamente dal 2013. Il governo irlandese aveva infatti comunicato che il processo di *deleveraging* sarebbe iniziato a seguito del programma di salvataggio.

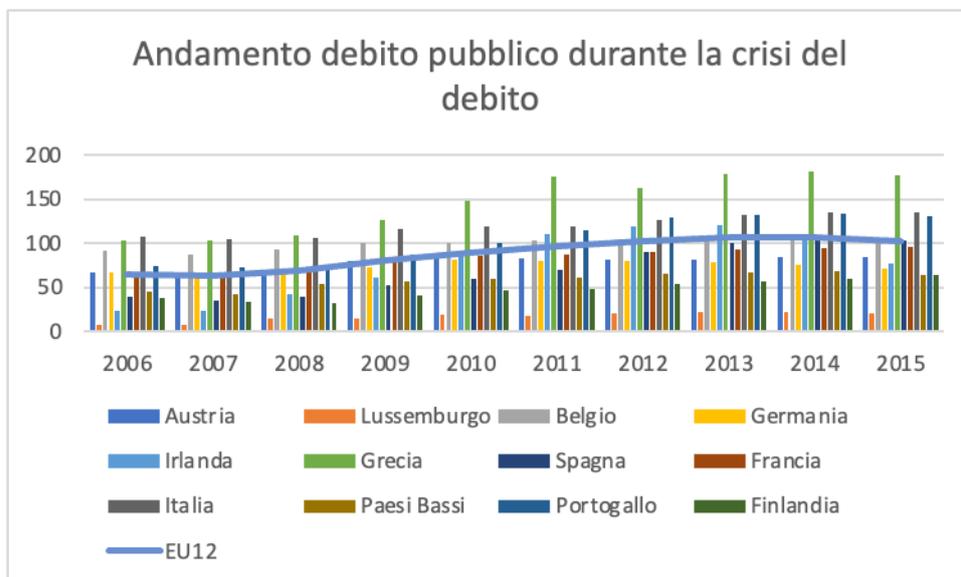


Grafico 4: Andamento del debito pubblico in percentuale sul PIL negli anni 2006-2015 in EU12. Dati AMECO.

Già dalla seconda metà del 2012 lo spread tra i titoli di periferia e centro Europa hanno cominciato a riconvergere, quando la Banca Centrale Europea si è detta disponibile a fare “tutto il necessario”, ripristinando la fiducia negli investitori (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015). Al contempo, la crescita ha cominciato a migliorare, grazie a nuovi investimenti e alle politiche di Quantitative Easing dell’Unione.

La crisi del debito sovrano ha permesso di rilevare che vi erano evidenti problemi di competitività e di sostenibilità a lungo termine in alcuni paesi europei. Una volta risolta, o in via di risoluzione il rischio che un governo europeo potesse non essere in grado di pagare i propri creditori, ci si doveva assicurare che questo rischio non potesse ripresentarsi. Da questa necessità, e sulle orme del Patto di Stabilità e Crescita, è nato nel 2013 il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell’Unione Europea, anche detto *fiscal compact*. L’obiettivo che si pone è il pareggio dei bilanci, l’aumento dell’impatto delle raccomandazioni degli organi dell’Unione, e favorire il coordinamento delle politiche a livello europeo (EUR-Lex s.d.).

³⁰ In Italia il debito è passato dal 103.9% del Pil del 2007 al 135.4% del 2014. Mostra un leggero decremento e stabilizzazione negli anni fino al 2018, arrivando al 134.4%. La differenza più evidente è data dall’Irlanda, che con un debito pubblico di appena 23,9% del PIL nel 2007, ha raggiunto il suo massimo nel 2013 arrivando a toccare il 109,9%. Poi, dal 2013 in calo, come pattuito con le istituzioni europee, per arrivare ad un 63% del PIL nel 2018 (Eurostat s.d.).

Al momento della nascita di questo trattato la situazione in Europa era ancora critica. Nonostante il riaggiustamento del debito pubblico, i fattori di rischio erano ancora molto alti. La disoccupazione, soprattutto in Spagna e Grecia, ha raggiunto livelli impressionanti nel 2013: 26,13% in Spagna e 27,82% in Grecia³¹. Sebbene dal 2013 sia in calo, solo Irlanda e Portogallo hanno raggiunto i livelli di disoccupazione prima delle due crisi. Il debito delle famiglie è diminuito leggermente, anche grazie anche alla modifica dei parametri di credito (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015), tuttavia ha livelli ancora molto alti in Spagna, Portogallo e Irlanda. Analogamente, il debito delle società non finanziarie risulta in calo nel periodo 2009-2018³² (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018; dati OECD s.d.). Ciò che ha contribuito a una diminuzione del rapporto debito privato-PIL è stato un aumento del PIL a livello nominale, ovviamente diverso da paese a paese (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015). Sebbene debito pubblico e privato siano in calo in termini assoluti, rimane un'importante vulnerabilità presente prima della crisi: alte posizioni patrimoniali sull'estero negative. Quello che sembrava una tendenza decisa ad attenuarsi dopo la crisi è in realtà andata peggiorandosi negli anni dopo il 2012 per Grecia e Spagna³³. In quanto la posizione netta sull'estero è semplicemente un indice del conto corrente dei paesi ma con riguardo al tempo, per migliorarla, va tenuto un conto corrente in positivo e stabile. Di conseguenza un aggiustamento del debito in termini lordi a breve termine è molto difficile, in quanto necessiterebbe un molto alto livello di surplus annuo (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). La commissione europea ha calcolato che il surplus di conto corrente dovrebbe essere molto alto per riuscire a far rientrare il parametro entro i livelli previsti (ibid.)

Come già detto, il conto corrente di un paese è indice di competitività, in quanto, in linea di massima, se un paese importa più di quello che esporta significa che è più conveniente comprare all'estero (Mankiw e Taylor 2018, 539–40). Negli anni successivi alle due crisi, la bilancia commerciale (la parte più rilevante del conto corrente) dei paesi debitori si è generalmente resa positiva, sebbene in maniera molto moderata. Se visto in

³¹ Nello stesso anno nell'area euro la media si assestava sul 12,09%. La Germania fa grossa eccezione a livello europeo con una disoccupazione in calo dal 2005 e che risulterà in calo fino al 2018 (compreso), quindi anche nel pieno della crisi. Nel 2013 si attestava intorno al 5% (Dati OECD s.d.).

³² Il debito di queste società rimane ancora a livelli elevati in Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia, Slovenia. In Italia e Portogallo grava in modo ancora maggiore all'economia essendo crediti deteriorati, provocando attriti nella creazione di nuovi crediti, investimenti e occupazione (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015)

³³ In realtà la situazione è più a rischio per Spagna, Portogallo e Croazia, dove i flussi di capitale sono costituiti principalmente da debito e non investimenti diretti (FDI) o azioni (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015).

un'ottica di capitali, ciò è risultato in un aumento del deflusso netto di capitali, ed è stato principalmente questo a spingere il conto delle partite correnti dei paesi periferici in positivo dall'anno 2013³⁴. Questi cambiamenti non sembrano essere ciclici, in quanto manifestano una certa regolarità e, inoltre, il calo degli import è stato dovuto ad una riduzione della produzione potenziale nel settore dei beni non commerciabili (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015). Per quanto riguarda i paesi con precedenti avanzi commerciali, la crisi finanziaria li ha inizialmente ridotti, portandoli a livelli stabili e dentro i prospetti dal 2013 in poi, eccezione fatta per Germania e Paesi Bassi³⁵ (Micossi 2016). Questo risultato sembra essere legato, da una parte in un'alta tendenza al risparmio, dall'altra in una diminuzione degli investimenti (Micossi 2016). Questi alti surplus rimangono una fonte di fragilità nell'euro zona.

Le due crisi hanno forzato un aggiustamento del costo del lavoro³⁶. L'alta disoccupazione ha provocato un eccesso di domanda di lavoro abbassando il costo stesso del lavoro, oppure costringendo i datori di lavoro a rinegoziare i salari (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2015). Il costo del lavoro per unità di prodotto (*Unit Labour Cost*) è uno dei fattori che vanno considerati per analizzare la differenza di competitività all'interno dell'area euro (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). Ciò che si nota è una relativa stabilità dagli anni 2000 in poi nei paesi che hanno registrato surplus, si notano invece importanti aumenti nei paesi periferici per un 28%, in rapporto 2,5 volte in più rispetto agli altri stati membri (Draghi 2012). Ciò è attribuibile all'espansione del settore di beni non commerciabili, generalmente associato a salari più alti (Fondo Monetario Internazionale 2011). Nel Grafico 5 emerge chiaramente l'eccessivo aumento del costo del lavoro nel periodo 2000-2007, se confrontato alla media dell'area Euro. Se paragonato a quanto rilevato in Germania si nota un notevole discostamento, ovviamente da notare che la Germania segue una tendenza in contrasto sia con la media europea che con quella OECD. I paesi che hanno seguito programmi di salvataggio (Cipro, Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo) sono riusciti a ridurre questo indicatore negli anni successivi alla crisi. L'Italia presenta una tendenza sempre in aumento dal 2000 al 2019, anche

³⁴ Il calo del prezzo del petrolio a seguito della crisi finanziaria ha sicuramente aiutato, in quanto gli importatori di petrolio nel caso di aumento di prezzo avranno disavanzi commerciali maggiori (Barnes, Lawson e Radziwill 2010).

³⁵ La Germania nel periodo 2013-2015 ha mantenuto un avanzo di conto corrente intorno a circa il 7% del PIL.

³⁶ Parte dei programmi di salvataggio prevedeva tagli agli stipendi pubblici. Per esempio, l'Irlanda ha accettato ad un congelamento di 4 anni agli stipendi, mentre la Spagna "solo" accettato di limitare gli sprechi nel concordamento dei salari. (Bozio et al. 2015)

dopo la Grande Recessione, discostandosi dall'andamento dei paesi che hanno ricevuto sorveglianza finanziaria. Il tasso di disoccupazione registrato più basso dell'Italia, con conseguente minore aggiustamento dei salari potrebbe essere parte della spiegazione.³⁷ Dal 2009 il trend tedesco si allinea a quello degli altri paesi dell'euro.

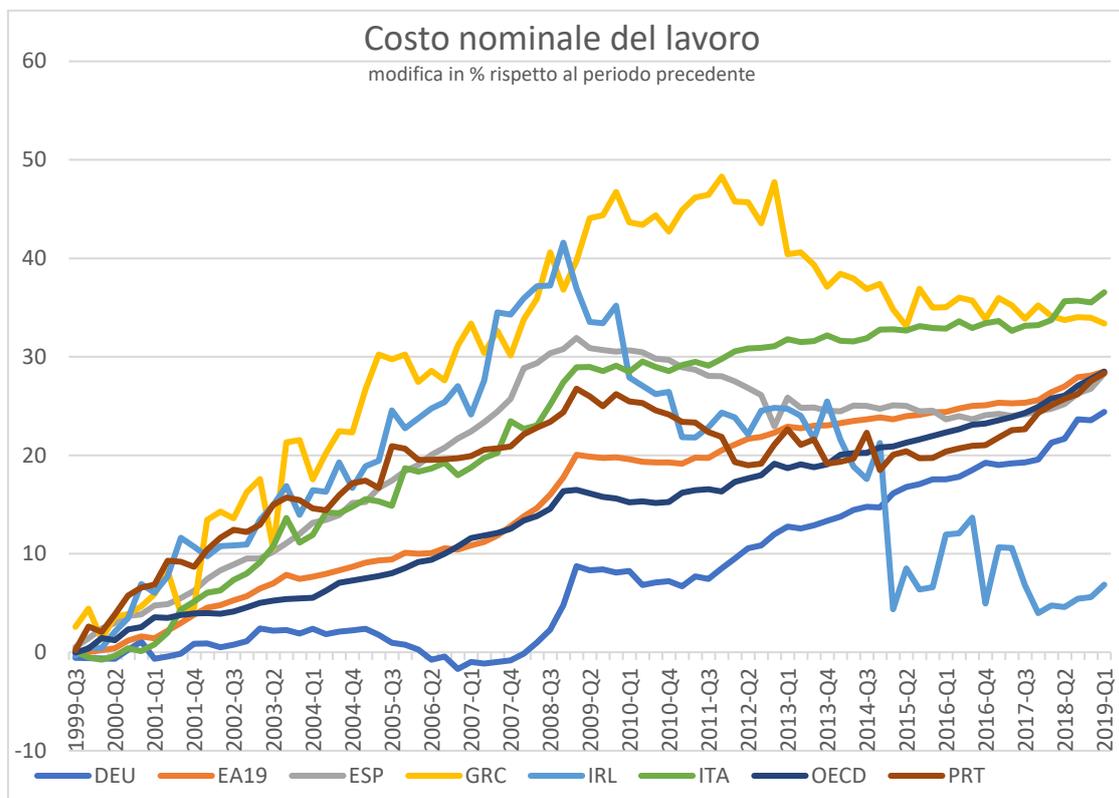


Grafico 5: Costo del lavoro per unità di prodotto. Calcoli basati su dati OECD

Un altro indicatore rilevante al fine della competitività all'interno dell'area euro e quindi fonte di squilibri è il tasso di cambio effettivo reale, che serve a misurare la competitività di prezzo o costo nei vari paesi, è un'unità ancora più generale per rilevare l'apprezzamento relativo all'interno dell'area euro (Eurostat s.d.). Un aumento dell'indice significa una perdita di competitività rispetto ai partner europei. Mettendo a confronto i paesi periferici con i paesi centrali, si nota un alto aumento del tasso nei paesi periferici nel periodo precedente alla crisi e una leggera moderazione nei paesi centrali (Grafico 6). Italia e Germania fanno eccezione nei due estremi: l'Italia mostra un minore apprezzamento e la Germania un maggiore deprezzamento rispetto agli altri paesi centrali. La crisi finanziaria prima, e la crisi del debito poi, portano le economie di Spagna, Portogallo,

³⁷In Italia tra il 2007 e il 2014 la disoccupazione registrata è stata minore rispetto agli altri stati periferici. Ciò è dovuto all'alto utilizzo della Cassa Integrazione, che ha permesso a lavoratori di ricevere buona parte dello stipendio nonostante il calo della produzione (Bozio et al. 2015).

Irlanda e Grecia ad un deprezzamento. L'Italia comincerà questo processo solo nel 2014 (dati Eurostat sulle considerazioni di Micossi 2016; Commissione Europea e Direzione generale degli Affari economici e Finanziari 2015; BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). Tuttavia, la mancanza di trasmissione dell'abbassamento di prezzo del lavoro nel resto dell'economia segnala una mancanza di competizione in alcuni settori (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018).

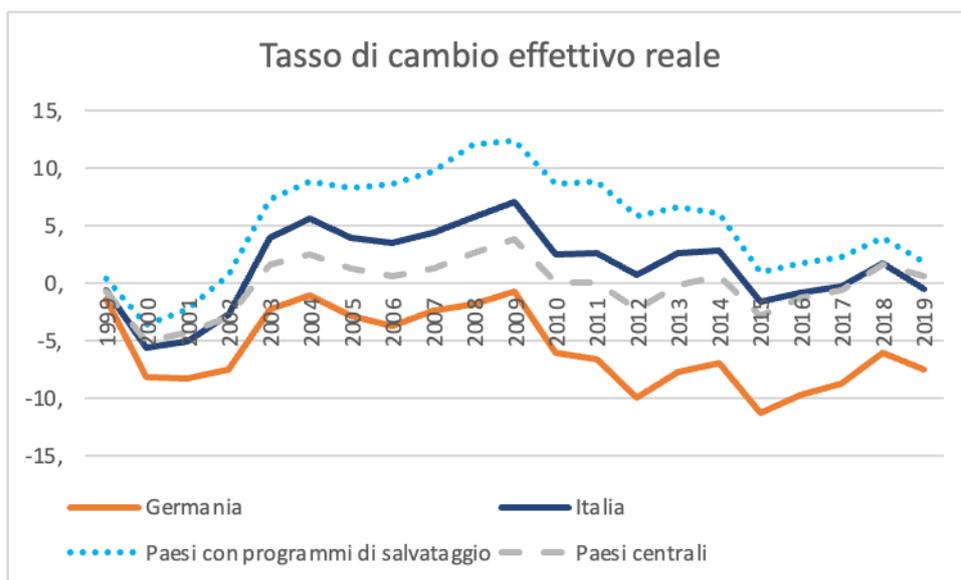


Grafico 6: Tasso di cambio effettivo reale. Cambiamento in percentuale dall'anno 1999. Paesi con programmi di salvataggio: Cipro, Grecia, Spagna, Irlanda, Portogallo. Paesi centrali: Belgio, Germania, Francia, Austria, Finlandia, Paesi Bassi. Dati Eurostat.

In sintesi, a seguito e a causa della Grande Recessione e della crisi del debito scaturitasi gli squilibri macroeconomici all'interno dell'area euro si sono attenuati. La contrazione delle bilance commerciali troppo elevate, e l'espansione di quelle in disavanzo eccessivo portano al repentino aggiustamento dei flussi di capitali dall'estero e dei tassi di inflazione reali. In maggior modo ciò è avvenuto nei paesi che hanno seguito programmi di sorveglianza, principalmente tramite una riduzione dell'investimento privato nel settore edilizio, un aumento del risparmio privato e un miglioramento dei bilanci (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). Tuttavia, il persistere di squilibri a lungo termine ha provocato un accumularsi del debito, un peggioramento della posizione netta sull'estero e della disoccupazione, che hanno bisogno di politiche mirate agli effetti a lungo termine e coerenza nelle decisioni politiche, per portare ad un cambiamento a livello strutturale. Rimane molto importante ridurre queste variabili perché rappresentano un grosso ostacolo per la crescita e possono essere pericolose in caso di shock. Altrettanto

importante è la revisione degli avanzi commerciali dei paesi centrali, in quanto anch'essi potrebbero essere fonte di rallentamento delle economie periferiche.

Capitolo 2: Il peso delle politiche

Nei capitoli precedenti sono stati analizzati gli effetti registrati nell'economia della zona Euro ed è stato evidenziato un principio di effetto correttivo negli squilibri, all'incirca dagli anni 2014 in poi. Rimane da capire se il ribilanciamento dei conti correnti e la mitigazione degli altri squilibri sia stato frutto di attente e pronte politiche oppure dettato da variabili cicliche.

Capitolo 2.1: L'intervento europeo

La mitigazione degli squilibri economici negli anni dal 2014 al 2018, sebbene in parte dovuta a variabili cicliche, è anche dipesa dalle misure intraprese sia a livello nazionale che europeo. L'esperienza della crisi del debito ha fatto capire all'Unione Europea, che uno shock asimmetrico, come ciò che è avvenuto dal 2010, in realtà interessa molti, se non tutti, i paesi dell'area euro. Ad esempio, il rialzo del premio di rischio dei titoli di stato ha provocato un deprezzamento dell'euro. Questo, e gli effetti causati da comportamenti rischiosi da parte di istituti di credito negli anni precedente la crisi finanziaria, ha indotto la Commissione Europea ad aumentare la sorveglianza dei fattori macroeconomici, tramite politiche cosiddette macroprudenziali. Nel 2010 la Commissione Europea ha istituito un Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) e già stava pianificando la creazione di un organo per il controllo degli squilibri macroeconomici, che verrà istituito nel 2011 sotto il nome di Procedura per gli Squilibri Macroeconomici. Inoltre, l'alto discostamento dei governi da quanto pattuito all'avvento dell'introduzione dell'euro ha indotto all'adozione del fiscal compact, che forza i governi ad un impegno politico maggiore rispetto a quanto stipulato nel Patto di stabilità e crescita. Il piano d'azione della Commissione si divideva in linea di massima in due parti: aumento della sorveglianza delle fragilità nei vari paesi e inserimento di provvedimenti o sanzioni in caso di mancata conformità con quanto suggerito dagli organi predisposti (Buti e Larch 2010).

2.1.1 Comitato Europeo per il Rischio Sistemico

Fondato nel 2010 dopo consiglio del gruppo presieduto da Jacques de Larosière, ha sede a Francoforte sul Meno come organo non avente personalità giuridica. Il CERS ha lo scopo di prevenire e mitigare qualsiasi rischio associato alla sfera finanziaria dell'Unione, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, di modo da evitare che

difficoltà derivanti dal settore finanziario vengano affrontate e non si propaghino all'economia reale (Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea 2010; CERS s.d.).

Il Comitato è presieduto dal presidente della Banca Centrale Europea. In situazioni ordinarie presenta un rendiconto annuo al Parlamento Europeo e al Consiglio Europeo, più spesso in caso di turbolenze finanziarie. Rilevati eventuali rischi, il Comitato è tenuto a segnalarli allo Stato o all'ente rispettivo, indicando anche raccomandazioni quando possibile. Nel caso non vengano considerate le raccomandazioni o i rischi, il Comitato è tenuto ad avvisare il Consiglio Europeo, i diretti interessati e l'autorità di vigilanza.

Oltre al Comitato, fanno parte del sistema di vigilanza finanziaria europea le autorità nazionali designate (di norma le banche centrali), l'Autorità europea per il settore delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), l'Autorità europea per i valori e i mercati mobiliari (ESMA) e l'Autorità Bancaria Europea (ABE), i cui presidenti fanno parte del consiglio generale del CERS (Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea 2010, n. 14; BCE s.d., s.d.). Questi enti sono stati creati a sostituzione di alcuni preesistenti con la stessa funzione. Vi è stato l'aumento di alcuni poteri, come per l'ESMA che può temporaneamente proibire la vendita allo scoperto più facilmente. Tuttavia, lo scopo principale era quello di aumentarne la cooperazione e l'efficienza, creando anche dei parametri di misura comune (Commissione Europea 2014).

2.1.2 Procedura per gli Squilibri macroeconomici (PSM)

La Procedura per gli Squilibri Economici è stata istituita in un ambito non coperto dalle norme e misure di sorveglianza del Patto di Stabilità e Crescita, quali il limite al debito pubblico al 60% e disavanzo di bilancio al 3% del PIL. Il monitoraggio fiscale non risultava più sufficiente a garantire la stabilità all'interno dell'eurozona, ma andavano sorvegliati altri indicatori definiti interni (indebitamento privato, dinamiche del mercato, passività finanziarie) ed esterni (debito estero e conto corrente) (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2016, cpv. 1.1).

La Procedura è entrata in vigore all'interno del *six pack*³⁸ e trova le basi legali per la sua applicazione nell'articolo 121 e 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione

³⁸ Questo insieme di cinque regolamenti e una direttiva in vigore da dicembre del 2010 ha lo scopo di aumentare il monitoraggio del funzionamento politiche economiche ed economiche negli stati membri creando un ciclo di controllo conosciuto come Semestre Europeo. Le procedure nello specifico modificano la sorveglianza fiscale del Patto di Stabilità e Crescita, introducono la Procedura per gli Squilibri Macroeconomici, introducono sanzioni nell'ambito dello scostamento di bilancio (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2016, cap. 1.2)

Europea. Un Meccanismo di Allerta permette una prima scrematura, segnalando alla Commissione quali economie europee presentano squilibri che necessitano di ulteriori analisi. Vi è una tabella di valori con soglie oltre le quali la segnalazione è automatica. I valori sono in totale 14³⁹, più gli indicatori aggiuntivi che servono a dare una panoramica generale della crescita di un paese. I principali indicatori di squilibri esterni, nonché di competitività sono considerati il conto in partite correnti, con una soglia da -4% a +6% sul PIL considerando la media dei tre anni precedenti, la posizione netta sull'estero con un massimo di -35% del PIL, il tasso di cambio effettivo reale con un massimo del 5% nei tre anni precedenti e il costo nominale di un'unità di lavoro espresso nel cambio di percentuale in tre anni con un limite di aumento del 9%. Vengono considerati poi gli squilibri macroeconomici interni, quali tra i più importanti il debito privato e pubblico, l'aumento del prezzo delle abitazioni e il flusso del credito privato. Infine, si hanno parametri di controllo anche per il mercato del lavoro: disoccupazione giovanile e disoccupazione di lungo termine e tasso di attività economica (Eurostat s.d.).

A seguito della segnalazione del Meccanismo di Allerta alla Commissione Europea, quest'ultima avvia una procedura di analisi più approfondita⁴⁰. I risultati possono confermare l'esistenza o meno di squilibri, e in caso affermativo determinarne la gravità. Possono risultare: squilibri, squilibri eccessivi oppure squilibri eccessivi che necessitano azione correttiva. In quest'ultimo caso può venire avviata la Procedura per i Disavanzi Eccessivi, che può prevedere anche l'utilizzo di sanzioni (Corte dei Conti Europea 2018a, cap. III). Negli esami approfonditi stilati dalla Commissione Europea, oltre alla gravità degli squilibri, ne viene analizzata la tendenza e l'applicazione o meno di politiche correttive da parte dei governi ed eventuali effetti. Inoltre, l'utilizzo di una griglia di valori permette di analizzare diverse variabili macroeconomiche contemporaneamente, facendo emergere correlazioni, e quindi permettendo raccomandazioni più specifiche riguardo a politiche da attuare per risolvere tali situazioni (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2016, cap. 3.3.1.2.).

³⁹ La tabella inizialmente conteneva 10 indicatori principali e 19 ausiliari, tuttavia è costantemente in aggiornamento (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2016).

⁴⁰ Il nome ufficiale è in-Depth review, spesso abbreviato con IDR.

2.1.3 Fiscal compact e austerità

Il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance dell'unione europea è entrato in vigore nel 2013. L'esigenza di nuove regole fiscali all'interno dell'Unione è nata a seguito del fallimento dell'applicazione delle norme previste dal patto di Stabilità e Crescita. Quest'ultimo fissava un limite del disavanzo di bilancio al 3% del PIL, tuttavia già nei primi anni dell'euro, Francia e Germania hanno infranto la soglia imposta. Già nel 2004 la Commissione ha dichiarato l'importanza di valutare i deficit caso per caso, quindi di fatto permettendo ulteriori violazioni (Mankiw e Taylor 2018, 680). Il nuovo fiscal compact ha limitato il disavanzo strutturale allo 0,5% e tramite obbligazione di legge⁴¹, i paesi che sfiorano tale limite sono costretti ad applicare riforme volte alla prevenzione di futuri scostamenti dai bilanci.

Il Trattato è nato nel bel mezzo di una crisi, in cui la responsabilità è stata fatta ricadere solo sull'irresponsabilità fiscale di alcuni governi⁴², forzando importanti *spending review*. Spesso queste politiche sono constatare di veri e propri tagli alla spesa pubblica, oppure di aumenti delle tasse. Specialmente in un periodo recessivo, l'aumento della tassazione, provoca una diminuzione del risparmio privato, con conseguente aumento dei tassi di interesse, causando un maggiore costo del debito e quindi minori investimenti: il risultato è un aumento della disoccupazione (Mankiw e Taylor 2018, 681).

2.1.4 Efficacia delle misure europee

Questi provvedimenti, sebbene abbiano principalmente tutti il compito di sorveglianza e di mantenimento dell'equilibrio, hanno agito in maniera molto diversa sulle diverse situazioni che si sono presentate in Europa. Il CERS, insieme agli altri organi di vigilanza finanziaria, ha ostacolato la creazione di comportamenti rischiosi soprattutto nel mercato del credito, evitando che crisi come la Grande Recessione si potessero ripetere in Europa, oppure, se provenienti da shock esterni, che il danno nel mercato finanziario venisse limitato.

Alla Procedura per gli Squilibri Macroeconomici è stato dato poco merito. Indubbiamente nel corso di questi anni il PMS ha fornito una solida base per la sorveglianza

⁴¹ Nell'ordinamento giuridico italiano questo obbligo è rappresentato dalla Legge Costituzionale n. 1/12 (Camera dei deputati s.d.).

⁴² Sebbene disavanzi di bilancio siano stati rilevanti nel peggioramento della crisi, in Alessandrini et al. 2014 viene creato un modello per cui rigidità strutturali dell'euro e differenze nei livelli di competitività hanno un ruolo altrettanto fondamentale nell'accumularsi del debito. Basti pensare a come Spagna ed Irlanda avessero un basso livello di debito pubblico prima della crisi.

(Corte dei Conti Europea 2018b). Con gli indicatori attuali, avrebbe rilevato la crescita di squilibri nel periodo antecedente alla crisi (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). La critica verge più sul versante della correzione. Vi sono incertezze su quanto veramente abbiano incentivato i paesi verso l'implementazione di nuove riforme o il miglioramento della situazione presentata. Il tasso di risposta è molto basso. Inoltre, spesso le raccomandazioni divergono tra quelle dei Paesi e quelle dell'Unione, e mancano di un elemento di concretezza, quali stime sull'impatto delle raccomandazioni (Corte dei Conti Europea 2018a, cpv. 34). In breve, la Procedura manca di tecnicismo e ha avuto impatti modesti, vista anche la mancanza di sanzioni finora (Consiglio dell'UE 2022).

L'austerità, invece, è un argomento ancora dibattuto in letteratura, e le voci sono ancora discordanti sul bilancio tra effetti negativi e positivi. Da una parte, chi ritiene che gli effetti negativi siano prevalsi sostiene che l'austerità nel mezzo della crisi è stata controproducente poiché ha rallentato la capacità futura di ripagare il debito, di fatto quindi aumentando il periodo di ripagamento del debito (House, Proebsting e Tesar 2017). Per chi sostiene il contrario, è stata una misura necessaria, che ha provocato riduzione alla produttività di breve periodo, tuttavia l'abbassamento degli interessi sui titoli di Stato e il loro rendimento, riducendo quindi il costo dell'indebitamento futuro (Born, Müller e Pfeifer 2015).

Efficienza a parte, va valutata l'efficacia. Quanto l'austerità e il fiscal compact siano stati sufficienti a portare i bilanci pubblici in pareggio, quindi. Come delinea il Grafico 7, dal 2007 i bilanci europei hanno visto un calo repentino a prevenzione o a causa della crisi. I paesi della periferia, ad eccezione di Italia e Grecia, non presentavano disavanzi pubblici. Per l'Irlanda ha raggiunto il valore di 32% del PIL nel 2010, nello stesso anno per il Portogallo il 11,4%, mentre per Grecia, Spagna, Italia il valore più basso era nel 2009, tuttavia molto lontano dal 30%. L'Italia ha cominciato a consolidare i conti pubblici già nel 2010 e dopo il 2011 non supererà il limite imposto dal Patto di Stabilità. La Grecia nel 2016, tramite un altro piano di salvataggio, porta il bilancio in positivo. Nello stesso anno il Portogallo fa lo stesso. La Spagna è riuscita a rientrare nei valori previsti solo nel 2018. L'Irlanda dopo il massiccio disavanzo riesce a riprendersi gradualmente, rientrando nei limiti già nel 2015 e portando il bilancio positivo nel 2018. Di fatto, il pericolo di sanzioni disincentiva altamente i governi ad uscire dal limite imposto di 3% di deficit.

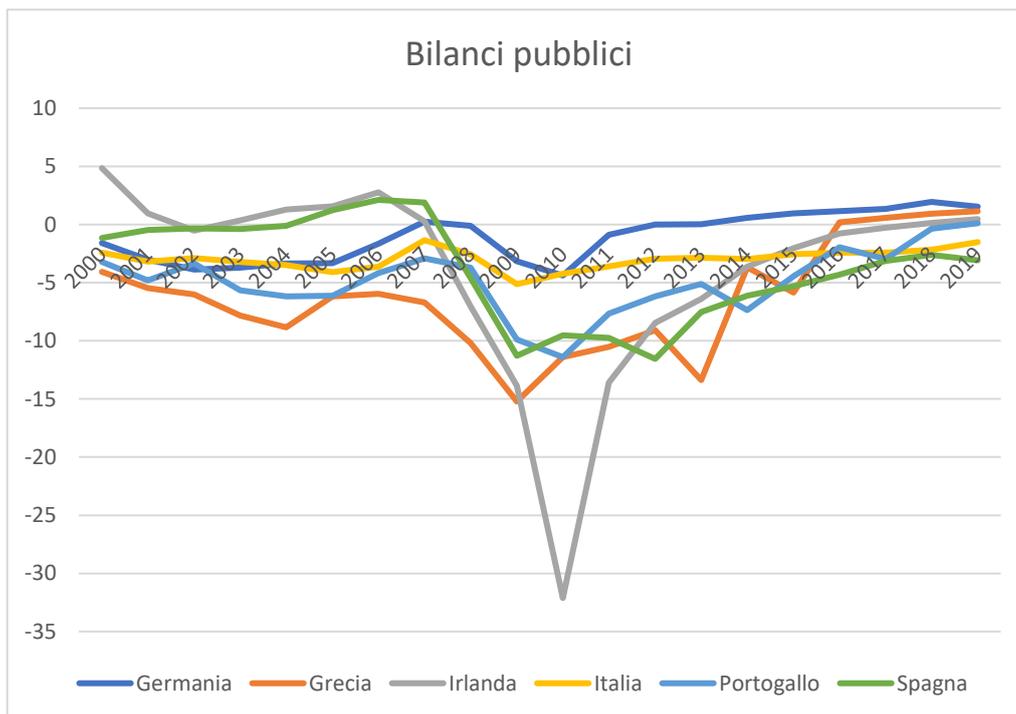


Grafico 7: Bilanci pubblici degli stati periferici e Germania. Unità di misura: % del PIL. Dati OECD.

Capitolo 2.2 Le riforme nazionali: caso di Germania e Italia

I paesi con maggiori rigidità strutturali hanno ricevuto un più duro colpo dalla crisi. Soprattutto mercati del lavoro e dei capitali poco flessibili rallentano in maniera considerevole la veloce riallocazione delle risorse, portando a inefficienza. Il veloce ribilanciamento del mercato del lavoro, tramite contrattazione dei salari o una maggiore facilità nel licenziamento, permette un aggiustamento dei prezzi (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). Tuttavia, è altrettanto importante disporre di ammortizzatori sociali, in modo da ridurre gli effetti a catena sul PIL causati dalla disoccupazione. Rigidità nel mercato dei beni, oltre ad un rallentamento diretto della crescita di un paese⁴³, provocano ulteriori difficoltà all'aggiustamento dei prezzi. Condizioni di particolare rallentamento sono le barriere in ingresso e la seguente mancanza di concorrenti, che sfavoriscono un'innovazione tecnologica del settore (ibid.). Queste rigidità avevano livelli completamente differenti tra i paesi dell'eurozona, portando ad una peggiore resilienza del sistema economico. È stato dimostrato, che paesi con flessibilità nel mercato del lavoro e dei beni abbiano una maggiore resilienza agli shock. In quest'ottica, emerge chiaramente quanto

⁴³ La vantaggiosità dei prezzi ottenuta da un mercato senza limitazioni si ripercuote anche su un aumento dei consumi interni di prodotti nazionali oltre che su una maggiore domanda internazionale.

politiche mirate siano necessarie alla risoluzione dei vari squilibri, soprattutto dopo un periodo di basse riforme, quale quello dopo l'adozione dell'euro (ibid.).

2.2.1 L'Agenda 2010 e il conto corrente tedesco

Il conto delle partite correnti tedesco è stato positivo in maniera continuativa dal 2002 in avanti. Qualcuno potrebbe addirittura argomentare “troppo” in positivo, in quanto ha superato regolarmente la soglia imposta dalla PMS dal 2011. La soglia di riferimento attuale è il 6% del PIL, ma come si può notare dal grafico, il conto corrente dal 2011 al 2015 è stato in ascesa regolare partendo dal valore di 6,22% del 2011 al picco di 8,61% del 2015, molto distante dalla media dell'eurozona e dai valori dell'Austria, forniti per confronto. Si è poi stabilizzato ma registrando comunque valori molto alti. La Germania presentava squilibri secondo il PMS solo dal 2014. La Commissione ha svolto un'indagine per verificare che i surplus registrati non fossero nocivi per l'eurozona. Al tempo, la Commissione non riteneva che i rischi derivanti da surplus fossero alti come quelli da deficit nelle partite correnti, tuttavia hanno ritenuto necessario esaminarne le cause⁴⁴. Inoltre, si credeva che gli effetti *spillover* sull'economia europea sarebbero stati considerevoli, essendo la Germania uno dei maggiori partner commerciali per tutti i paesi europei. Dalle analisi del 2014 emerge un fattore chiave del conto corrente tedesco: una bassa domanda interna rispetto alla produzione. Essendo il consumo basso, si ha meno necessità di importare beni dall'estero.

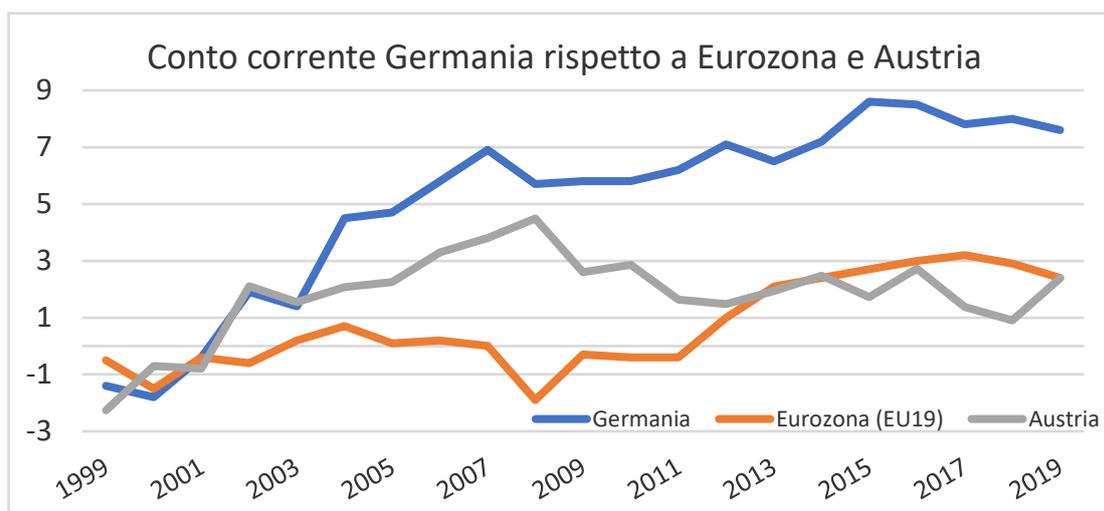


Grafico 8: Unità di misura % su PIL. Dati OECD.

⁴⁴ “Although the current account surpluses do not raise risks similar to large deficits, the size and persistence of the current account surplus in Germany deserve close attention.” (Direzione generale degli Affari economici e finanziari 2014)

Questo basso consumo è dettato principalmente da un fattore demografico unito a delle scelte politiche e al rigore fiscale (Deutsche Bundesbank, Ruppert e Stähler 2020). La popolazione tedesca risulta avere un indice di dipendenza degli anziani (individui oltre i 65 anni rispetto a quelli in età attiva) in aumento rapido rispetto agli altri paesi OCSE. Una popolazione che invecchia tende a risparmiare più che a spendere. Agli inizi del 2000 la popolazione tedesca sembrava sarebbe invecchiata più velocemente rispetto al resto d'Europa, portando i cittadini ad aumentare il tasso di risparmio. Come si può notare dal Grafico 9, dal 2003 al 2007 il risparmio privato tedesco sulla base del reddito disponibile è raddoppiato. Lo ha favorito ulteriormente l'annuncio di una riforma delle pensioni nel 2004, che ha previsto una graduale diminuzione del tasso di sostituzione (ibid.). Il tasso di risparmio netto è poi calato con l'avvento della crisi (molto probabilmente per effetto reddito), per poi riassetarsi nel 2010 e vedere una costante crescita, con alcune fluttuazioni, e.g. nel 2011.

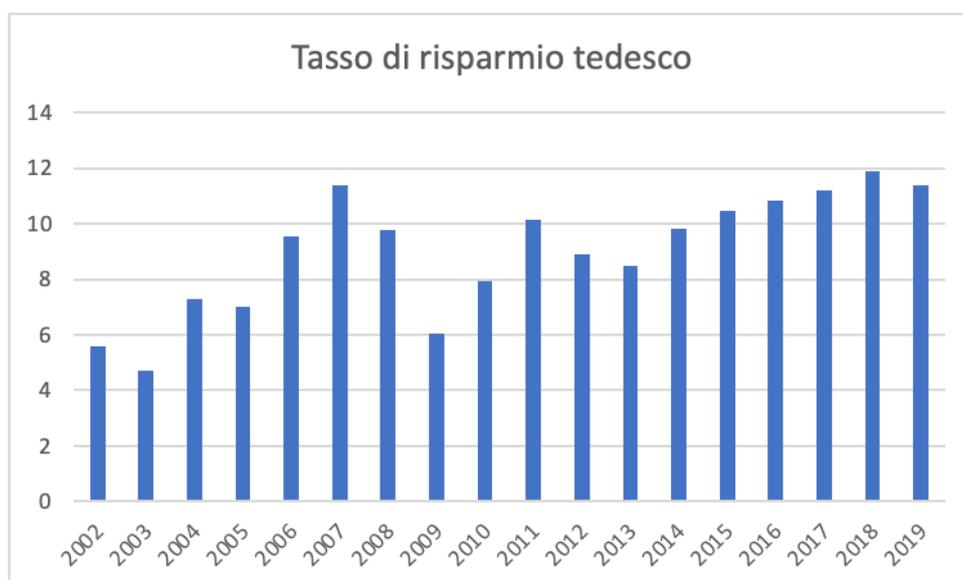


Grafico 9: Unità di misura % del PIL. Dati OECD.

Una parte del merito dell'alto valore delle partite doppie va anche alle riforme attuate all'inizio del millennio⁴⁵ (Deutsche Bundesbank, Ruppert e Stähler 2020). L'*Agenda 2010* è un grosso pacchetto di riforme attuate tra il 2002 e il 2005, che ha particolarmente rivoluzionato il mercato del lavoro tedesco, ma ha apportato cambiamenti anche a livello di istruzione e sanità. Il mercato del lavoro è ciò che è stato innovato

principalmente. Le riforme in questo campo sono state chiamate riforme *Hartz* in quanto ideate dall'omonimo Peter Hartz, presidente del comitato che ha ideato le riforme ed ex direttore delle risorse umane dell'azienda Volkswagen. Le riforme sul mercato del lavoro sono state implementate tramite quattro leggi. *Hartz I e II*⁴⁶ hanno facilitato l'assunzione, togliendo limiti all'assunzione di lavoratori temporanei e creando *Minijob* e *Midijob*. Questi contratti di lavoro permettono una bassa imposizione fiscale su redditi bassi. *Hartz III* ha modificato i centri per l'impiego in agenzie federali per il lavoro (*Bundesagentur für Arbeit*) spostando la priorità dell'impiego verso gli over 50 e i disoccupati di lungo periodo. Inoltre, queste agenzie collaborano con i comuni per gestire i destinatari di *Hartz IV*. Quest'ultima riforma è quella più significativa ed è un ammortizzatore sociale in caso di disoccupazione, che è tuttavia limitato (Stähler e Röke 2018; «Hartz-Reformen - Wirtschaft und Schule» s.d.; Deutscher Bundestag s.d.; Deutsche Welle 2017).

L'attuazione di queste riforme, insieme al resto del pacchetto *Agenda 2010*, ha visto uno spostamento della tassazione sul capitale e sul lavoro verso il consumo (Deutsche Bundesbank, Ruppert e Stähler 2020). Come si può notare dal Grafico 5, La Germania è riuscita a mantenere basso il costo del lavoro⁴⁷ e quindi dei prezzi migliorando esponenzialmente la competitività. Contemporaneamente, vi è stato un effetto reddito con conseguente aumento dei consumi e quindi della domanda internazionale, quindi effetti positivi sui paesi dell'area euro. A effetti positivi, ne seguono altrettanti di negativi, poiché l'alto tasso tedesco di investimenti all'estero comporta redditi dai paesi in cui è stato investito, in forma di interessi, per esempio. Questo provoca una diminuzione del reddito di questi paesi e quindi del consumo (ibid.).

L'Europa presentava un tasso di indebitamento molto più alto della Germania; quindi, i tassi di interesse all'estero erano più alti. Questo, aggiunto alle poche opportunità d'investimento dovute all'invecchiamento della popolazione, provoca un aumento degli investimenti all'estero. Un'acquisizione di attività non finanziarie all'estero da parte della popolazione tedesca ha migliorato ulteriormente la posizione netta sull'estero. L'alto rigore fiscale⁴⁸ è stato fondamentale a favorire il conto corrente tedesco. Il motivo è che il

⁴⁶ Le parti abolite nel 2006 e nel 2009 non vengono qui descritte.

⁴⁷ Viene generalmente ritenuto che questo deprezzamento del lavoro sia frutto della migliore efficienza del mercato del lavoro provocato da *Hartz III* e dalla diminuzione dei benefit del lavoro da *Hartz IV*. Ci sono delle voci discordanti, che danno più merito al patteggiamento dei salari dopo la riunificazione della Germania in cambio di maggiori posti di lavoro (vedi Dustmann Christian et al. 2014).

⁴⁸ La politica fiscale del governo tedesco è stata fortemente caratterizzata da un limite al debito (*Schuldenbremse*) e da un pareggio di bilancio (*schwarze Null*) (Behringer, Van Treeck e Truger 2021).

tasso di interesse nei paesi che hanno ricorso a più debito è rimasto più alto, spingendo gli investitori tedeschi a impiegare denaro in attività estere rispetto a quelle domestiche. Quindi, interessi pagati ai residenti in Germania, però conti correnti negativi per i partner.

Considerando il risparmio, come la differenza tra il PIL, consumi e spesa pubblica (quindi ciò che non viene speso) esso dovrà corrispondere all'insieme di investimenti e deflusso netto di capitali⁴⁹. Ne consegue che un aumento del risparmio, porta ad un aumento di deflusso netto di capitali o di investimenti: se il capitale non viene investito nel paese, verrà investito all'estero (Mankiw e Taylor 2018, 526–27). Questo è quello che è successo in Germania nel periodo antecedente alla crisi: il risparmio è aumentato ed è stato investito all'estero aumentando il deflusso netto di capitali. Tenendo in mente questa semplice equazione, e confrontando il Grafico 9, relativo al tasso di risparmio e il Grafico 8, relativo al conto corrente, si noterà che l'aumento del conto corrente non segue perfettamente l'andamento del tasso di risparmio, che è rimasto relativamente stabile dopo il 2010. Più precisamente, tra il 2011 e il 2015 il tasso di risparmio aumenta di molto poco, mentre si può vedere un repentino aumento del conto delle partite correnti. Deve essere quindi stata una diminuzione degli investimenti a spingerne l'aumento. Sembra sia calato notevolmente l'investimento interno nelle aziende non finanziarie, compromettendo quindi la crescita di lungo termine. Questo calo di investimenti non è dovuto dalla mancanza di volontà delle aziende, quanto piuttosto una mancanza di lavoratori qualificati (Van Der Putten 2019) ed una complessità del fisco (Commissione Europea 2020, cpv. 4.1).

Per sintetizzare, l'alto conto corrente tedesco nel decennio scorso è stato trainato da un'alta tendenza al risparmio privato e pubblico e dalla competitività commerciale. Può rappresentare un rischio per il consumo dei partner commerciali, per l'alto possesso di attività non finanziarie all'estero, che catturano parte del reddito (Deutsche Bundesbank, Ruppert e Stähler 2020). L'ulteriore aumento nel conto corrente dopo il 2010 è stato causato da un calo negli investimenti interni, più che da un aumento del risparmio. La Commissione Europea ha raccomandato un aumento degli investimenti nell'istruzione, nell'innovazione e a livello comunale, una promozione di politiche per l'innalzamento dei salari, una migioria del sistema finanziario e un aumento dell'età di pensionamento. Questo perché un alto surplus rappresenta, oltre agli effetti negativi sul

⁴⁹ $R = I + DNC$, dove DNC corrisponde a NX, le esportazioni nette.

consumo, una potenziale vulnerabilità agli shock esterni (Behringer, Van Treeck e Truger 2021). Risulta importante mantenere un investimento all'estero non eccessivo, soprattutto al di fuori dell'area monetaria, perché svalutazioni potrebbero erodere i guadagni futuri. Questo sarebbe un colpo per la domanda della Germania, ma anche per tutti i paesi euro, visto il suo alto coinvolgimento nei mercati. Il problema però, come descritto precedentemente, non ha teso a riassorbirsi. I risparmi tedeschi rimangono ancora troppo alti, portando rischi per la possibilità degli altri paesi di ridurre i loro squilibri. È quindi un'ulteriore potenziale minaccia per la stabilità europea.

2.2.2 Le riforme italiane e la loro efficacia

L'Italia è un esempio chiave di come la mancanza di riforme strutturali possa essere dannosa per la crescita. A partire dagli anni '90 circa, la crescita del PIL italiano si è allontanato progressivamente dalla tendenza degli altri paesi sviluppati, segnalando problemi di fondo. Il PIL pro capite si è abbassato in valori assoluti rispetto alla media dei paesi dell'Unione e dell'OCSE (OECD 2017). Alla base dell'inversione di tendenza c'è un minore aumento della produttività cominciato già negli anni '90. La causa principale sembra essere stata un utilizzo inefficiente delle risorse nell'intera economia italiana cominciato intorno al 1995, inasprito dall'abbassamento dei tassi d'interesse conseguenti all'introduzione dell'euro (Pinelli e Székely 2016). Concause dell'indebolimento dell'economia sono state le riforme del lavoro di fine millennio, che hanno favorito introduzione di lavoratori poco specializzati; problemi nel settore dell'istruzione e della ricerca, che hanno rallentato l'innovazione e infine, inefficienze nelle amministrazioni locali e nella giustizia, che hanno ostacolato l'effetto delle stesse riforme (ibid.). Questa inefficienza nell'allocazione delle risorse all'interno dell'economia ha cambiato corso intorno al 2009, sebbene lentamente. Tuttavia, come si può notare dal grafico a ciò non è

corrisposto un miglioramento della produttività. Nemmeno negli anni seguenti al 2015 si è riuscito a raggiungere nuovamente i valori del 2001.

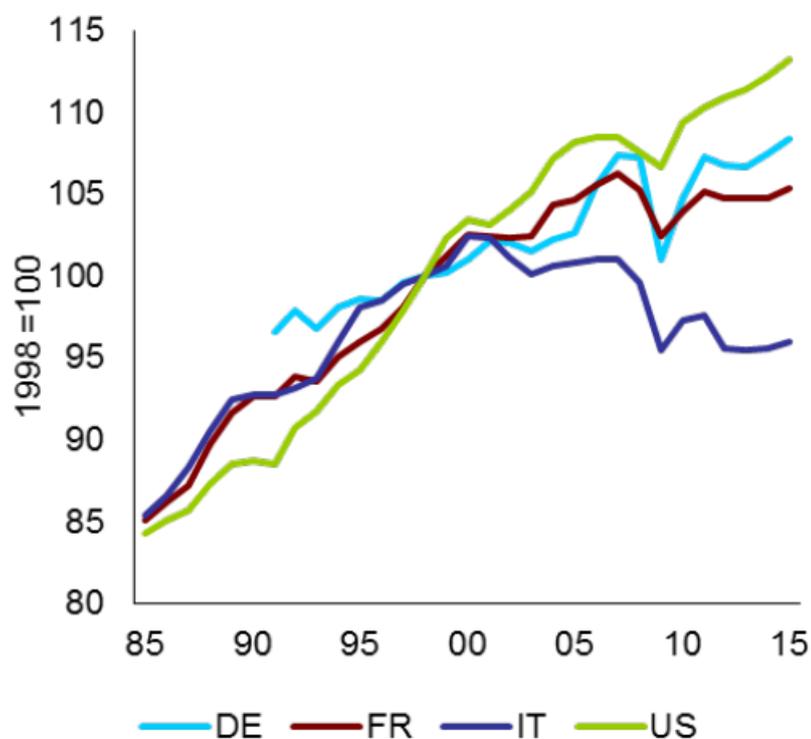


Grafico 10: Produttività totale dei fattori italiana confrontata a Germania, Francia e USA. Grafico preso da (Pinelli e Székely 2016)

Dal grafico seguente si può osservare come il PIL pro capite italiano si stesse avvicinando alla media dell'eurozona già dal 1998. Tra il 2005 e il 2006 risulta addirittura inferiore alla media OCSE. L'andamento si allontana in maniera decisiva negli anni

seguenti, però ricominciando a convergere intorno al 2015. La crescita da allora risulta in linea con quella dei paesi OCSE, ma minore rispetto al resto della zona Euro.

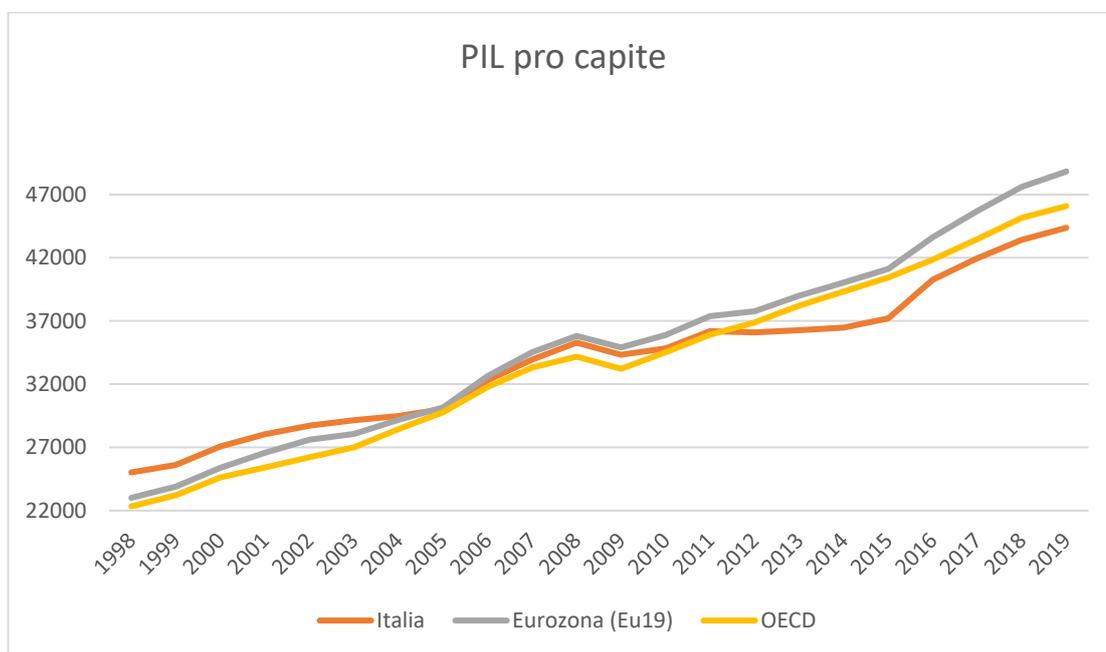


Grafico 11: Unità di misura: \$. Dati OECD.

Uno dei fattori più nocivi alla ripresa economica italiana è il grosso quantitativo di debito pubblico accumulato negli anni. Esiste una correlazione negativa tra alto debito (pubblico e privato) e crescita economica (BCE, Pierluigi e Sondermann 2018). Il debito è cresciuto molto negli anni 2011-2015, per poi stabilizzarsi intorno al 150% del PIL dal 2016 al 2019, valore ancora troppo alto per una sostenibilità delle finanze pubbliche.

Tuttavia, oltre alle basse prestazioni nell'estinzione del debito pubblico, si può notare dal Grafico 12, che dal 2013 in avanti il conto corrente italiano dimostra un miglioramento costante, fino a superare i 53 miliardi di euro nel 2019, superando la media dell'eurozona. Sempre nello stesso grafico si può osservare l'andamento dei vari settori della bilancia delle partite correnti. Appare evidente, come a rilanciare il conto corrente italiano sia stato un aumento delle esportazioni e un miglioramento dal 2016 in avanti dei redditi primari. Questi sono redditi da lavoro e redditi da capitale, in concreto, i redditi a residenti italiani che lavorano all'estero e redditi da interessi e da azioni sono credito e redditi a residenti all'estero sono debito. Mentre servizi e redditi secondari rimangono

abbastanza stabili (Banca d'Italia 2020a, cap. 10–11).

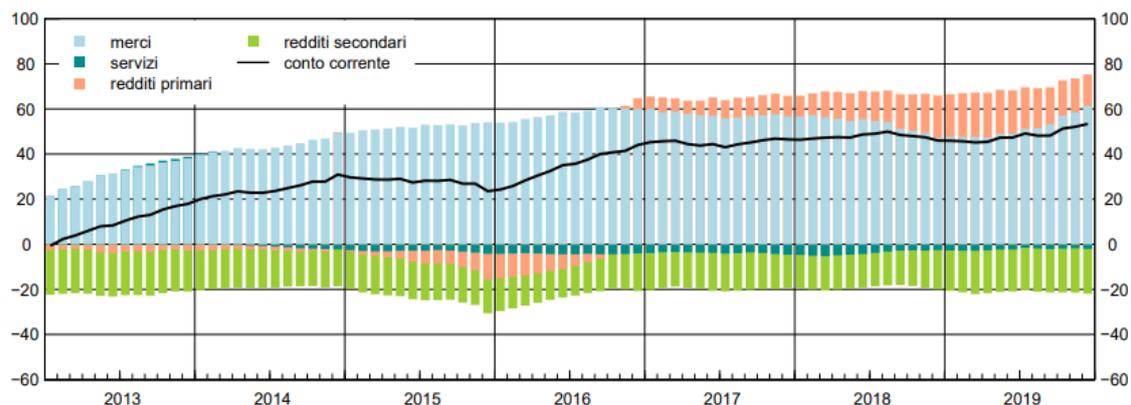


Grafico 12: Conto corrente italiano nel periodo 2013-2019. Unità di misura: miliardi di €. Grafico preso da Banca d'Italia 2020

Questo valore corrisponde ad un aumento della competitività, indicato dalla variazione nel tasso di cambio effettivo reale, come visibile nel Grafico 6 (ibid.). Anche l'aumento delle esportazioni al di fuori dell'area euro è ascrivibile ad un miglioramento nella competitività di prezzo (ibid.). La posizione patrimoniale sull'estero, sempre considerando il periodo 2013-2019 è migliorata in maniera esponenziale, portandosi in positivo di più di 20 punti percentuali (più di 300 miliardi di €). Oltre al surplus di conto corrente ne ha influito un aggiustamento di valutazione (ibid.). La maggior parte di questa svalutazione è stata dovuta all'andamento dell'euro a livello globale, facendo ottenere all'Italia nuove quote di mercato; tuttavia, soprattutto dal 2018 al 2019, la competitività italiana è migliorata anche sui mercati interni dell'area euro.

Pensare che il merito di questi aggiustamenti nella competitività sia stato solo causa di effetti ciclici non è corretto. Infatti, buona parte spetta all'abbassamento dei prezzi relativi e alle quote di mercato ottenute. La debole crescita italiana era già osservata ad inizio anni 2000 (OECD 2005), a cui sono seguite ben presto politiche di correzione, tramite l'intervento nel mercato del lavoro e dei beni. Come fatto notare alla fine del capitolo 1.2, una differenza nell'andamento dei prezzi rispetto al costo del lavoro indica la presenza di barriere in entrata al mercato. Questo è stato il caso dell'Italia (OECD 2007a), come si può notare dalle differenze nei grafici 5 e 6. Una maggiore apertura dei settori implica una maggiore innovazione per la facilità d'entrata dei concorrenti. A tal proposito, sono state molto importanti (OECD 2016, 76) politiche implementate nel

2006⁵⁰ e 2007⁵¹ riguardo liberalizzazione di settori, quali trasporti, farmaceutici, vendita al dettaglio, banche e assicurazioni. Ulteriori importanti innovazioni nelle regolamentazioni sono avvenute nel 2011⁵², facilitando l'apertura di nuove attività, almeno a livello burocratico⁵³, togliendo limiti temporali e geografici nell'apertura di attività e rimozioni di barriere alle professioni qualificate nei servizi.

A favorire l'efficienza dei mercati hanno giocato un ruolo chiave anche le privatizzazioni, iniziate verso fine anni '90. La priorità stava nel cedere le *azioni d'oro* (OECD 2005, 2006), al fine di rimuovere l'ingerenza dallo Stato da aziende che fornivano servizi pubblici, quali elettricità, gas e telecomunicazioni. Il processo è proseguito, ma la sua lentezza è rappresentata da quanto successo con Alitalia (OECD 2010).

Inoltre, l'Italia era caratterizzata da un molto rigido mercato del lavoro. La partecipazione al lavoro era disincentivata dall'alta tassazione e dal costo di previdenza sociale. Nel 2015 il Jobs Act⁵⁴ ha portato a diversi cambiamenti in questo ambito, creando l'Associazione Nazionale Politiche Attive del Lavoro (ANPAL)⁵⁵, riducendo le tutele su alcuni contratti di lavoro e fornendo tutele progressive all'anzianità. Inoltre, è stato introdotto un unico ammortizzatore sociale, e ne sono state strette le quote minime di partecipazione al mercato del lavoro per il diritto al sussidio. In aggiunta, la Buona Scuola⁵⁶ mirava ad una riduzione del crescente *mismatch* di competenze tra scuola e lavoro.

Un altro punto importante per favorire la crescita è la fiducia dei cittadini nell'ente statale. Il consolidamento delle finanze pubbliche è molto probabile accresca la domanda interna nel breve periodo per l'innalzamento delle aspettative nel futuro (OECD 2006, 76). A tal riguardo anche le pensioni possono alzare la fiducia dei contribuenti, se possono essere considerate sostenibili. Nel Decreto Salva-Italia, mirato a risanare i bilanci pubblici, è stata inserita una riforma delle pensioni, comunemente chiamata Fornero⁵⁷. Al precedente sistema misto, è stato sostituito uno prevalentemente contributivo,

⁵⁰ D.L. 223/2006 (Bersani-Visco 2006)

⁵¹ D.L. 7/2007 (Bersani-bis)

⁵² D.L. 201/2011 (Salva-Italia)

⁵³ L'Italia rimane uno dei paesi meno favorevoli alle imprese nell'OCSE. L'esazione delle tasse, i permessi di costruzione e ottenimento del credito sono tra i problemi principali. Inoltre, i costi per avviare un'impresa sono ancora molto alti (Pinelli e Székely 2016).

⁵⁴ Serie di provvedimenti legislativi attuati durante il governo Renzi, atte alla riforma del mercato del lavoro.

⁵⁵ Intermediario di offerta domanda di lavoro, per facilitarne l'incontro, aumentando il coordinamento a livello regionale.

⁵⁶ L. 107/2015

⁵⁷ Art. 24 D.L. 201/2011

diminuendo l'esborso pubblico⁵⁸. Il decreto Salva-Italia ha inoltre ulteriormente favorito la sostenibilità del fisco italiano, introducendo nuove imposte, principalmente nuove tasse di proprietà su immobili e mezzi e l'aumento dell'IVA.⁵⁹ (The Italian Times 2019). Nel Grafico 7 è visibile l'andamento del deficit pubblico dopo il 2012. Altri passi verso il consolidamento fiscale sono stati compiuti con l'aumento della lotta all'evasione.

Per riassumere, l'economia italiana, se confrontata con le altre economie sviluppate, ha visto un rallentamento dagli anni '90 in poi. Le alte barriere in ingresso e l'alta presenza dello Stato in alcuni mercati ha sfavorito la concorrenza, impedendo un aggiustamento dei prezzi. Dal 2006 in avanti, sono state portate avanti politiche di liberalizzazione e di privatizzazione. Il *Jobs Act* rappresenta un tentativo di liberalizzazione del rigido mercato del lavoro italiano. Altrettanto importante è stato il consolidamento della condizione fiscale dello Stato. Nel 2011 un progresso in tal senso è avvenuto con una riforma delle pensioni e un aumento delle tasse.

⁵⁸ La riforma *quota 100* del 2019, che permetterà il prepensionamento per alcune fasce di lavoratori, è un passo falso in materia di sostenibilità delle finanze pubbliche.

⁵⁹ L'aumento delle imposte sulla proprietà e sul consumo è meno nocivo al fine di aumentare la produzione rispetto ad un aumento della tassazione sul lavoro. Risulta quindi un buon compromesso per risanare i bilanci degli stati. Indirettamente, inoltre, viene favorita l'allocazione dall'investimento in immobili a quello in produzione (Pinelli e Székely 2016).

Conclusioni

Il periodo dal 2000 al 2007 è stato caratterizzato dalla crescita di differenze tra le economie dell'area euro. L'ipotesi che questi paesi all'introduzione dell'euro stessero convergendo le ha rese poco distinguibili. L'introduzione della valuta unica ne ha favorito le condizioni. Negli anni seguenti, questa differenza nella competitività e nelle posizioni sull'estero creatasi, si è rivelata un grosso problema per la ripresa dalla crisi finanziaria. Per i paesi della periferia europea in particolar modo: le loro finanze ne sono uscite molto indebolite, innescando un'ulteriore crisi all'interno dell'eurozona.

Il calo improvviso del commercio avvenuto nel 2008 ha permesso il riavvicinamento delle partite correnti dei paesi euro, prima molto distanti. Alla luce di questo dato vi è una riacquisizione di competitività relativa dei paesi colpiti dalla crisi in modo più forte. Il debito con l'estero, privato e pubblico, rimane però ancora troppo alto per parlare di finanze sostenibili. Questo rende le economie in questione molto vulnerabili a shock dall'estero.

Parte del merito del riassorbimento va anche alla prevenzione europea. Molta importanza è stata data alla sorveglianza delle condizioni che hanno portato allo scoppio della crisi del debito; tuttavia, è in parte mancata l'efficacia nel far applicare le raccomandazioni date.

Oltre al controllo a livello europeo si è dimostrata di fondamentale importanza la politica nazionale. I paesi che hanno innovato maggiormente i sistemi economico-politici ad inizio millennio sono riusciti a mantenere un alto livello di competitività. Questo è il caso della Germania, che è riuscita a mantenere un conto corrente in avanzo anche durante la crisi. In parte, il merito è della cosiddetta Agenda 2010, in parte, dalla tendenza del risparmio tedesca. Tuttavia, dal 2010 si è anche rilevato un tasso di investimento nelle aziende molto basso, che potrebbe avere effetti negativi per le altre economie in futuro, e rappresentare un rischio per la crescita delle economie europee. Una riprova dell'importanza dell'attuazione delle politiche è data dal caso italiano, che fino al 2006 ha presentato altissime rigidità, ripercuotendosi nella crescita di lungo periodo. Ne è seguito un cambio di politiche, che ha cominciato a dare risultati.

Quanto emerge è che gli squilibri macroeconomici sono in parte risolti e in via di risoluzione, tuttavia il percorso è lungo e necessita di lungimiranza e decisione nelle politiche adottate.

Zusammenfassung

Die ersten Jahre nach der Einführung des Euros scheinen auf dem ersten Blick, positiv gewesen zu sein und eine blühende Zeit für Europa zu zeigen. Das BIP wuchs stetig und so ging es auch dem Konsum. All die Länder der Eurozone verfügten über ähnliche Leitzinse. Diese Gelegenheit sowie die positiven Wachstumserwartungen für die Zukunft führten zu einer steigenden Risikoakkumulation. Der Ausbruch der Finanzkrise 2008 und der folgende Zusammenbruch des Kreditmarktes verursachten eine große Krise des Staatsanleihenmarkts im Südeuropa und in Irland.

Beim genaueren Hinsehen wird deutlich, dass untragbare Bedingungen für diese Länder entstanden, die teilweise durch die Einführung der gemeinsamen Währung, aber hauptsächlich durch die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit gefördert wurden. Treiber des Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit war der Anstieg der Lohnstückkosten und des realen effektiven Wechselkurses. Defizite in der Leistungsbilanzsaldo sind erste Anzeichen dafür.

Wenn sie lange andauern, können Leistungsdefizite zu bedeutenden Schwächen im System führen, etwa zu einer Überschuldung, sei es auf privater oder staatlicher Ebene. Das war der Fall, wenn Zinsen günstiger waren. Die Regierungen und der Privatsektor wurden dazu gefördert anzuleihen, bis gefährliche Niveaus erreicht wurden. Die Kreditvergabe unterstützte insbesondere das Wachstum und den Konsum, aber diese Kapitalzuflüsse waren deutlich höher im Vergleich zu der potenziellen Produktion dieser Länder. Der Grund dieser umfangreichen Kapitalströme an die Peripherie liegt in der Entwicklung verschiedener Umstände. Einerseits war eine knappe private Sparquote ein Anreiz für ausländische Kreditversorgung. Andererseits brauchte die rasche Entwicklung im Immobiliensektor eine finanzielle Deckung aus dem Finanzmarkt, aber wegen der großen Nachfrage nach Liquidität musste man ausländische Funds aufwenden. Bei dem Ausbruch der Krise kam ein dramatischer Einbruch der Geldmenge, der zu Schwierigkeiten für Verbrauch, Investitionen und öffentliche Ausgabe führte.

Um die Verluste im Privatsektor zu bestreiten und den von einem Liquiditätsengpass verursachten wirtschaftlichen Kollaps zu vermeiden, sahen sich die Regierungen gezwungen, mehr Schulden aufzunehmen. Einige Regierungen haben das dermaßen unternommen, dass ihre Rückzahlungsfähigkeit zweifelhaft wurde, darunter Irland, Griechenland, Spanien, Portugal, die Rettungspakete brauchten. Italien hat das nicht in Anspruch

genommen, aber die Gefahr war lange Zeit da. Bevor sie sanken oder sich stabilisierten, nahm die Staatsverschuldung dieser Länder bis 2014 zu. Die Eurokrise hat deutlich gemacht, dass die Fiskaldisziplin allein nicht ausreicht, sondern man sollte auch vorbeugen, dass der Privatsektor exzessiv in Verbindlichkeit mit dem Ausland eingeht. Vorbildlich ist das, was Irland passierte: 2007 war Irlands Schuldenstand sehr niedrig, aber die Abhängigkeit von internationalen Kapitalströmen hat nach dem Finanzschock einen schweren Schlag erlitten. Das hat die Regierung gezwungen, sich erheblich zu verschulden, um den Konkurs von Finanzinstituten abzuwenden, was zum Zusammenbruch der Realwirtschaft geführt hätte. Italien ist das Gegenbeispiel dafür, da seine geringe Abhängigkeit von ausländischen Finanzierungen dazu führte, dass Rettungsgelder des Internationalen Währungsfonds oder der Zentralbank nicht notwendig waren. Das Risiko, dass auch Italien sie brauchte, lag nahe, war aber mehr durch die sehr hohe und untragbare Verschuldung bedingt als durch ein sogenanntes *sudden stop*. Seit der Großen Rezession sind die internationalen Handelsvolumen erheblich zurückgegangen. Die am stärksten von einem Nachfragerückgang betroffenen Länder stießen auf einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit, die zu niedrigeren Arbeitskosten und einer Rückkehr zu international wettbewerbsfähigen Handelsniveaus führte. Da die Handelsbilanz der wichtigste Teil der Leistungsbilanz ist, bestand die direkte Auswirkung darin, dass die Leistungsbilanz in den Folgejahren wieder positiv wurde. Allerdings ist die Verschuldung vieler Länder nach wie vor hoch, sodass sie nur schwerlich als tragbar angesehen werden kann. Das Gleiche gilt für den Nettoauslandsvermögensstatus und die Arbeitslosenquoten. In einigen Fällen ist letztere nach dem 2013 erreichten Niveau sehr langsam gesunken und hat noch nicht optimale Zahlen erreicht, in Spanien etwa oder Griechenland. Gleichzeitig führte die Verringerung der internationalen Nachfrage und des Welthandels zu einem vorübergehenden Rückgang der Exporte. Überschüsse, deren Länder durch eine konstante positive Handelsbilanz kenngzeichnet waren, sanken, und das führte zu einer geringeren Dispersion der europäischen Leistungsbilanzen. Nach der Krise haben die Kernländer bei den Exporten wieder ein hohes Niveau erreicht, und die Länder der Peripherie konnten einen positiven Haushaltssaldo halten. Dies zeugt von einer groben Behebung der Ungleichgewichte, die die Krise verschärft hatten, auch wenn die Verschuldung immer noch zu hoch ist. Noch im Jahr 2019 war dieser Justierungsprozess nicht abgeschlossen. Die Europäische Union hat die Vermeidung asymmetrischer Schocks oberste Priorität eingeräumt, da

sie negativ auf andere EU-Länder auswirken können und die EZB an geeigneten Instrumenten zu deren Bewältigung fehlt. In der Tat kann die Geldmarktpolitik nur bei Schocks eingreifen, die die gesamte Eurozone betreffen. Im Laufe der Jahre wurden auf europäischer Ebene mehrere Kontrollorgane eingerichtet, darunter der Europäische Ausschuss für Systemrisiken und das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten. Es ging darum, den Kreditmarkt zu überwachen, der die Hauptursache vom Ausbruch der Großen Rezession war, und dass keine Maßnahmen ergriffen wurden, die die europäischen Finanzen gefährden konnten. Diese Aufgabe obliegt dem Ausschuss. Das Verfahren dient hingegen nur als Überwachungsmechanismus zur Vorbeugung potenzieller makroökonomischer Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone, was wiederum sich als entscheidend ist für die Vermeidung von Übertragungseffekten erweist. Die Entwicklung dieser sowie überhöhter Werte wird über den Warnmechanismus-Bericht erfasst. Werden Ungleichgewichte festgestellt, so kann die Europäische Kommission Korrekturmaßnahmen vorschlagen, und wenn diese als übermäßig angesehen werden und die Empfehlungen nicht befolgt werden, so kann die Kommission auf den Korrekturmaßnahmenplan zurückgreifen, nämlich auf das Verfahren bei einem übermäßigem Ungleichgewicht.

Neben der ständigen Überwachung werden Regierungen jedoch seit der Krise auch durch den Fiskalpakt zu Sparmaßnahmen gezwungen. Dies hat in einigen Staaten zu einer sehr strengen Sparpolitik geführt, die das kurzfristige Wachstum unterminierte. Die Wirksamkeit dieser Maßnahmen lässt sich nicht genau messen; man kann jedoch beurteilen, wie sich die Bedingungen, die das Wettbewerbsgefälle verursacht hat, verändert hat und inwieweit es diesen Maßnahmen gelungen ist, die Politik und das Verhalten der nationalen Regierungen zu beeinflussen. Dem ESRB ist es gelungen, riskante Haltungen auf dem Kreditmarkt zu vermeiden. Die VMU wurde vom Rat und vom Rechnungshof als positiv angesehen, jedoch nicht in vollem Umfang genutzt, d.h. es wurden nie Sanktionen verhängt. Der Fiskalpakt hat die Haushalte der Staaten tatsächlich wieder auf ein tragfähiges Niveau gebracht. Neben der Intervention auf einem europäischen Niveau hat auch die nationale Politik bedeutende Folgen. Den Ländern, die in den Jahren nach 2000 intensiver an einer Reform ihrer wirtschaftlichen und politischen Systeme gearbeitet haben, gelang es, ein hohes Niveau von Wettbewerbsfähigkeit zu halten.

Das etwa der Fall von Deutschland, das sogar während der Krise einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen konnte. Dies ist zum Teil der Agenda 2010 zu verdanken,

einem Bündel von Reformen in verschiedenen Bereichen, vom Gesundheitswesen über die Renten bis hin zum Arbeitsmarkt im Allgemeinen. Besonders wichtig waren die Hartz-Reformen, die den Arbeitsmarkt regulieren und Lohnkosten erheblich senken. Ebenso wichtig war auch die hohe Sparquote der deutschen Bevölkerung: Infolge der zunehmenden Bevölkerungsalterung müssen auch die Ersparnisse höher werden, um die zukünftigen Ausgaben zu decken. Teil des Erfolgs Deutschlands liegt auch in der strengen Finanzpolitik des Landes. Die Politik der sogenannten „schwarzen Null“ hat die Zinsen in Deutschland niedriger gemacht als in den anderen europäischen Ländern. Dem Anstieg der Auslandsinvestitionen entsprach jedoch ein Rückgang der inländischen Investitionen, insbesondere in Unternehmen.

Ein gegenteiliges Beispiel ist Italien, wo seit den 1990er Jahren ein Produktivitätsrückgang und eine konstante Aufwertung gegenüber dem übrigen Eurogebiet zu verzeichnen sind. Dies hat zu einem progressiven Verlust an Wettbewerbsfähigkeit geführt. Während der Krise haben die Regierungen versucht, um die öffentlichen Ersparnisse zu erhöhen, darunter Steuererhöhungen und Kürzungen der öffentlichen Ausgaben durch Maßnahmen wie Rentenkürzungen. Darüber hinaus waren die Liberalisierungs- und Privatisierungsmaßnahmen ab 2006 ein Versuch, den Wettbewerb auf einigen geschlossenen Märkten wiederherzustellen und die Preise und Arbeitskosten zu senken.

Bibliografia

- Alessandrini, Pietro, Michele Fratianni, Andrew Hughes Hallett e Andrea F. Presbitero. 2014. «External Imbalances and Fiscal Fragility in the Euro Area». *Open Economies Review* 25 (1): 3–34. <https://doi.org/10.1007/s11079-013-9305-5>.
- «AMECO Online ». s.d. Consultato 8 novembre 2022. https://dashboard.tech.ec.europa.eu/qs_digit_dashboard_mt/public/sense/app/667e9fba-eea7-4d17-abf0-ef20f6994336/sheet/2f9f3ab7-09e9-4665-92d1-de9ead91fac7/state/analysis.
- Baldwin, Richard e Francesco Giavazzi. 2015. «Voxeucolumn: The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions». 2015. <https://cepr.org/voxeu/columns/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions>.
- Baldwin, Richard e Daria Taglioni. 2009. «Voxeucolumn: The great trade collapse and trade imbalances». 2009. <https://cepr.org/voxeu/columns/great-trade-collapse-and-trade-imbalances>.
- Banca d'Italia. 2004. «Manuale Banca d'Italia». 2004. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-manuali/manuale_BOP.pdf.
- . 2020a. «Relazione annuale», n. CXXVI esercizio.
- . 2020b. «Statistiche bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero - Novembre 2019», 1. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bilancia-pagamenti/2020-bilancia-pagamenti/statistiche_BDP_20200219.pdf.
- Barnes, Sebastian, Jeremy Lawson e Artur Radziwill. 2010. «Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective». *OECD Economics Department Working Papers*, n. No. 826. <https://doi.org/10.1787/5km33svj7pxsen>.
- BCE. s.d. «Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria». Consultato 15 novembre 2022a. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.it.html>.
- . s.d. «Una guida rapida alle politiche macroprudenziali». Consultato 15 novembre 2022b. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/macprudentialpolicies.it.html>.
- BCE, Beatrice Pierluigi e David Sondermann. 2018. «Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?» *Occasional Paper Series*, n. 211. <https://doi.org/10.2866/524051>.
- Behringer, Jan, Till Van Treeck e Achim Truger. 2021. «Germany must reduce its current-account surplus - Social Europe». <https://socialeurope.eu/germany-must-reduce-its-current-account-surplus>.
- Born, Benjamin, Gernot Müller e Johannes Pfeifer. 2015. «Does austerity pay off? | CEPR». CEPR. 2015. <https://cepr.org/voxeu/columns/does-austerity-pay>.
- Bown, Chad e Meredith A. Crowley. 2012. «How did US and EU trade policy withstand the Great Recession? | CEPR». CEPR. 28 aprile 2012. <https://cepr.org/voxeu/columns/how-did-us-and-eu-trade-policy-withstand-great-recession>.

- Bozio, Antoine, Carl Emmerson, Andreas Peichl e Gemma Tetlow. 2015. «European Public Finances and the Great Recession: France, Germany, Ireland, Italy, Spain and the United Kingdom Compared». *Fiscal Studies* 36 (4): 405–30. <https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.2015.12078>.
- Buti, Marco e Martin Larch. 2010. «The Commission proposals for stronger EU economic governance: A comprehensive response to the lessons of the Great Recession | CEPR». 2010. <https://cepr.org/voxeu/columns/commission-proposals-stronger-eu-economic-governance-comprehensive-response-lessons>.
- Camera dei deputati. s.d. «Trattato Fiscal Compact». Consultato 15 novembre 2022. https://temi.camera.it/leg17/post/trattato_fiscal_compact.html?tema=temi/le_regol_e_della_governance_economica_europea.
- CERS. s.d. «Missione e istituzione». Consultato 15 novembre 2022. <https://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.it.html>.
- Commissione Europea. *Dealing with macroeconomic imbalances*. s.d. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macro-economic-imbalances-procedure/dealing-macro-economic-imbalances_en (consultato il giorno Ottobre 10, 2022).
- . *Procedura per gli squilibri macroeconomici*. s.d. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/framework/macro-economic-imbalance-procedure_it (consultato il giorno Ottobre 10, 2022).
- . 2014. «Report on the operation of the European supervisory authorities (ESAs) and the European system of financial supervision (ESFS)».
- . 2020. «Country Report Germany 2020 - Staff Working Document». 2020. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1584543810241&uri=CELEX%3A52020SC0504>.
- Consiglio dell'UE. 2022. «Procedura per gli squilibri macroeconomici: il Consiglio adotta conclusioni - Consilium». 2022. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/07/12/macro-economic-imbalance-procedure-council-adopts-conclusions/>.
- Corte dei Conti Europea. 2018a. «Relazione speciale n. 3/2018: Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici». <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/mip-3-2018/it/>.
- . 2018b. «La procedura per gli squilibri macroeconomici è ben concepita – afferma la Corte dei conti europea – ma la sua attuazione non è efficace». 23 gennaio 2018. <https://www.eca.europa.eu/it/Pages/NewsItem.aspx?nid=9534>.
- Deutsche Bundesbank, Kilian Ruppert e Nikolai Stähler. 2020. «What drives the German current account? Household savings, capital investments and public policies». A cura di Daniel Foos, Stephan Jank, Thomas Kick, Malte Knüppel, Vivien Lewis, Christoph Memmel e Panagiota Tzamourani. *Discussion Paper*, n. 41.
- Deutsche Welle. 2017. «“Agenda 2010” ». 6 giugno 2017. <https://www.dw.com/en/german-issues-in-a-nutshell-agenda-2010/a-38789461>.

- Deutscher Bundestag. s.d. «Deutscher Bundestag - Rot-Grün und die Agenda 2010 (2002 bis 2005)». Consultato 21 novembre 2022. https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/34398743_wahlperioden15-205346.
- Direzione generale degli Affari economici e finanziari. 2006. «Quarterly Report on the Euro Area. December 2006 - Focus II». https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2006/pdf/qrea4_section2_en.pdf.
- . 2014. *Macroeconomic Imbalances Germany 2014. European Economy Occasional Paper*. Bruxelles: Unione Europea. <https://doi.org/10.2765/7919>.
- . 2015. «European Economy: Macroeconomic Imbalances Main Findings of the In-Depth Reviews 2015». *Occasional Paper*, n. 228. <https://doi.org/10.2765/3997>.
- . 2016. «The Macroeconomic Imbalance Procedure – Rationale, Process, Application: A Compendium». *European Economy Institutional Papers*, n. 039. <https://doi.org/10.2765/958247>.
- Draghi, Mario. 2012. «Discorso di Mario Draghi Presidente della BCE, al convegno “Les défis de la compétitivité”, organizzato da Le Monde e l’Association Française des Entreprises Privées (AFEP), Parigi, 13 Marzo 2012». Parigi. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120313.en.html>.
- Dustmann Christian, Fitzenberger Bernd, Schönberg Uta e Spitz-Oener Alexandra. 2014. «From sick man of Europe to economic superstar: Germany’s resurgence and the lessons for Europe | CEPR». CEPR. 2014. <https://cepr.org/voxeu/columns/sick-man-europe-economic-superstar-germanys-resurgence-and-lessons-europe>.
- EUR-Lex. s.d. «EUR-Lex - Summaries of EU Legislation- Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell’unione economica e monetaria (noto come “fiscal compact”)». Consultato 6 novembre 2022. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM%3A1403_3.
- Eurostat. s.d. «Debito pubblico lordo». Consultato 8 novembre 2022a. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG_17_40__custom_3776280/default/table?lang=en.
- . s.d. «Eurostat REER Italia». Consultato 8 novembre 2022b. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/bookmark/b6dd2a8e-28e8-49f4-b4e7-e9d940d88acb?lang=en>.
- . s.d. «Extra-Euro area trade by partner and by SITC product group». Consultato 24 ottobre 2022c. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/bookmark/34a18641-b74f-4d2f-b8d8-fb8632815fc8?lang=en>.
- . s.d. «Indicators - Macroeconomic Imbalance Procedure - Eurostat». Consultato 15 novembre 2022d. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbances-procedure/indicators>.
- . s.d. «Stock-flow adjustment in government accounts». Consultato 8 novembre 2022e. https://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/5771957/STOCK_FLOW_2006-EN.PDF/c753c5eb-20d4-4e02-b607-880956cf58b2?version=1.0#:~:text=The so-called stock-flow adjustment %2528SFA%2529 is the difference,of data for the excessive deficit procedure %2528EDP%25291%25.

- . s.d. «Tasso di cambio effettivo reale - Partners eurozona - Eurostat». Consultato 8 novembre 2022f. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipser20>.
- Fondo Monetario Internazionale. 2011. *Regional Economic Outlook, Europe, April 2011*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. 2010. «Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico».
- Giavazzi, Francesco e Luigi Spaventa. 2010. «DP8008 Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the euro area». *CEPR Press Discussion Paper*, n. No. 8008. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139044554.015>.
- Gros, Daniel. 2010. «Adjustment Difficulties in the GIPSY Club». *CEPS Working Document*, n. No. 326.
- Gros, Daniel e Busse Matthias. «The Macroeconomic Imbalance Procedure and Germany: When is a current account surplus an 'imbalance'?» *CEPS Policy Brief*, n. No. 301 (2013).
- «Hartz-Reformen - Wirtschaft und Schule». s.d. Consultato 21 novembre 2022. <https://www.wirtschaftundschule.de/wirtschaftslexikon/h/hartz-reformen/>.
- House, Christopher, Christian Proebsting e Linda Tesar. 2017. «Austerity in the aftermath of the Great Recession | CEPR». CEPR. 2017. <https://cepr.org/voxeu/columns/austerity-aftermath-great-recession>.
- Kolerus, Christina. 2021. «What Shapes Current Account Adjustment During Recessions?» *IMF Working Papers*. Vol. 2021. <https://doi.org/10.5089/9781513584706.001>.
- Lane, Philip R. 2012. «The European Sovereign Debt Crisis». *Journal of Economic Perspectives* 26 (3): 49–68.
- . 2013. *Capital flows in the Euro area. European Economy Economic Papers*. <https://doi.org/10.2765/43795>.
- Lane, Philip R e Barbara Pels. 2012. «Current Account Imbalances in Europe». *IIS Discussion Paper*, n. No. 397.
- Mankiw, N. Gregory e Mark P. Taylor. 2018. *Principi di economia*. A cura di Marco Merelli. 7°. Bologna: Zanichelli editore.
- Martin, Philippe e Thomas Philippon. 2014. «Voxeucolumn: What caused the great recession in the Eurozone? What could have avoided it? | CEPR». CEPR. 11 novembre 2014. <https://cepr.org/voxeu/columns/what-caused-great-recession-eurozone-what-could-have-avoided-it#f>.
- Micossi, Stefano. 2016. «Balance-of-payments adjustment in the Eurozone | CEPR». 2016. https://cepr.org/voxeu/columns/balance-payments-adjustment-eurozone#_ftn1.
- News Parlamento Europeo. *MEPs demand proper consultation on economic monitoring*. 2013. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/economy/20130405STO07017/meps-demand-proper-consultation-on-economic-monitoring> (consultato il giorno Ottobre 10, 2022).

- OECD. s.d. «Dati disoccupazione zona euro 2004-2008». <http://dx.doi.org/10.1787/034702155800>.
- . s.d. «Debito su utile nelle aziende non finanziarie - OECD». Consultato 8 novembre 2022a. <https://data.oecd.org/corporate/non-financial-corporations-debt-to-surplus-ratio.htm>.
- . s.d. «Disavanzo di bilancio - OECD». Consultato 8 novembre 2022. <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>.
- . s.d. «Lavoro, costo unitario - OECD». Consultato 8 novembre 2022. <https://data.oecd.org/lprdy/unit-labour-costs.htm>
- . s.d. «Partite correnti - OECD». Consultato 8 novembre 2022. <https://data.oecd.org/trade/current-account-balance.htm>.
- . s.d. «PIL pro capite». Consultato 8 novembre 2022. <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>.
- . s.d. «Tasso di disoccupazione - OECD». Consultato 8 novembre 2022b. <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>.
- . s.d. «Tasso di risparmio - OECD». Consultato 8 novembre 2022. <https://data.oecd.org/natincome/saving-rate.htm>.
- . 2005. *Economic Policy Reforms: Going for Growth*. Parigi: OECD Publishing. <http://www.oecd.org/economics/goingforgrowth>.
- . 2006. *Economic Policy Reforms: Going for Growth*. Parigi: OECD Publishing.
- . 2007a. *Economic policy reforms : Going for Growth*. Parigi: OECD Publishing.
- . 2007b. *OECD Economic Outlook 81*. Vol. 2007/1. OECD Publishing.
- . 2007c. *OECD Economic Outlook 82*. Vol. 2007/2. OECD Publishing.
- . 2008. *OECD Economic Outlook 83*. A cura di OECD Publishing. Vol. 2008/1.
- . 2009. *OECD Economic Outlook, Interim Report. Oecd*.
- . 2010. *Economic Policy Reforms: Going for Growth*. Economic Policy Reforms. Parigi: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/growth-2010-en>.
- . 2016. *Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report*. Economic Policy Reforms. Parigi: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/growth-2016-en>.
- . 2017. *Economic Policy Reforms: Going for Growth*. Parigi: OECD Publishing. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1787/growth-2017-en>.
- Pinelli, Dino e István P Székely. 2016. «Exploring Italy's Growth Challenge. A Model-Based Exercise». *European Economy Discussion Paper*, n. 041. <https://doi.org/10.2765/581556>.
- Putten, Raymond Van Der. 2019. «Germany: The current account controversy | Economic Research-BNPParibas». *Conjuncture*. 2019. <https://economic-research.bnpparibas.com/html/en-US/current-account-controversy-2/28/2019,32732>.
- Stähler, Nikolai e Ohe Röke. 2018. «Coordinated Structural Reforms: Insights from Fiscal and Labour Market Reforms in Germany.» In *Structural Reforms Moving the Economy Forward*, a cura di Jakob de Haan e Jante Parlevliet, 221–37. Cham: Springer Cham. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-74400-1>.

The Italian Times. 2019. «Decreto Salva Italia: cosa ha previsto quali novità IMU e case estero». 2019. <https://www.theitaliantimes.it/2019/10/12/decreto-salva-italia-in-cosa-consiste/>.

Treccani. s.d. «Enciclopedia Treccani, definizione credit crunch». Consultato 24 ottobre 2022. <https://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch/>.

———. s.d. «Enciclopedia Treccani, definizione sudden stop». https://www.treccani.it/enciclopedia/sudden-stop_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

World Bank. s.d. «Crescita del PIL in %- Area Euro». Consultato 24 ottobre 2022. https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2009&locations=XC&name_desc=false&start=2003&view=chart.