

# **La *governance* economica europea: riforma e implicazioni**

**Ignazio Visco<sup>1</sup>**

## **1. *Introduzione***

La recessione che ha colpito l'economia globale alla fine del 2008 e nel primo semestre del 2009, la più grave dalla fine della seconda guerra mondiale, ha determinato un forte deterioramento delle finanze pubbliche in tutti i paesi. Nell'area dell'euro a tale deterioramento si sono associate tensioni su alcuni debitori sovrani, che hanno a loro volta aggravato la crisi finanziaria e determinato incertezza sulle stesse prospettive della moneta unica.

Un ruolo cruciale nell'amplificazione e propagazione della crisi è stato svolto dal sistema bancario: nella crisi greca, il deprezzamento dei titoli pubblici si è ripercosso sulla solidità patrimoniale e sull'accesso ai finanziamenti sia delle banche nazionali sia di alcune, fortemente esposte, residenti in altri paesi, creando tensioni sistemiche; nel caso dell'Irlanda, gli *spillover* negativi dal sistema bancario ai conti pubblici irlandesi hanno operato in senso opposto, con implicazioni importanti per gli intermediari finanziari di altri paesi europei. La decisione del governo irlandese di fornire una garanzia totale al settore bancario in crisi ha concentrato i costi del salvataggio, rivelatisi ingenti, sulle finanze pubbliche del paese.

Questi eventi hanno riproposto con forza il problema del governo economico dell'Europa. È un tema con implicazioni molto rilevanti per il nostro paese; le considerazioni che seguono evidenziano come le innovazioni già introdotte e le proposte attualmente in discussione rendano in generale più vincolanti gli impegni già assunti con i nostri partner europei. Il consolidamento dei conti pubblici continua ad essere un obiettivo imprescindibile; esso richiede non solo un grande sforzo di razionalizzazione e contenimento della spesa ma anche un fondamentale contributo sul fronte della crescita dell'economia.

## **2. *L'impatto della crisi e i problemi dell'assetto istituzionale***

L'impatto della crisi nei diversi paesi dell'area dell'euro è stato eterogeneo.

In Grecia il deterioramento dei conti pubblici nel 2009 è emerso con forte ritardo, evidenziando gravi carenze nelle procedure di rilevazione statistica. Da una stima iniziale, nel gennaio dello stesso anno, di un indebitamento netto pari al 3,7 per cento del PIL si è passati, dopo una serie di revisioni da parte del nuovo esecutivo, al 15,4 per cento notificato nell'autunno scorso.

In Irlanda, nonostante l'incidenza del debito pubblico sul PIL fosse particolarmente contenuta (25,0 per cento nel 2007), la crisi finanziaria ha assunto una dimensione sistemica a causa della natura dell'indebitamento delle famiglie e delle imprese, particolarmente concentrato nel settore immobiliare. Forti difficoltà si sono manifestate in quei paesi, come la Spagna, in cui con il deterioramento delle condizioni finanziarie si è bruscamente arrestata l'espansione dei settori che più si erano sviluppati nella fase precedente. Disavanzi particolarmente elevati nella parte

---

<sup>1</sup> Vice direttore generale della Banca d'Italia. Intervento tenuto all'Università dell'Aquila l'8 marzo 2011 in occasione del ventennale della Facoltà di Economia. Ringrazio per l'aiuto e gli utili suggerimenti Marika Cioffi, Sandro Momigliano e Marzia Romanelli, pur restando unico responsabile delle opinioni qui espresse.

corrente della bilancia dei pagamenti si sono registrati in Grecia e in Portogallo (pari nel 2009 rispettivamente a 10,0 e 7,5 punti percentuali del PIL).

In alcuni paesi, tra i quali l'Italia, gli squilibri di finanza pubblica accumulati negli anni precedenti la crisi hanno condizionato le politiche di sostegno all'economia; i rischi connessi con livelli di debito pubblico eccessivamente elevati sono divenuti più evidenti in un contesto segnato da forti tensioni sui mercati finanziari. I divari tra i tassi di interesse sui titoli pubblici dell'area dell'euro si sono ampliati, in alcuni casi in misura eccezionale (Fig. 1).

Nel complesso, tra il 2007 e il 2009 l'indebitamento netto dei paesi dell'area è salito dallo 0,7 al 6,3 per cento del PIL (negli Stati Uniti l'incremento è stato di 8,4 punti percentuali del prodotto all'11,2 per cento; in Giappone il disavanzo è passato dal 2,4 per cento al 6,3). Il debito pubblico, aumentato nello stesso periodo dal 66,2 al 79,2 per cento del PIL (negli Stati Uniti dal 62,4 per cento all'84,7; in Giappone dal 187,7 al 188,9), raggiungerebbe l'88,0 per cento nel 2012 (Tavv. 1-2; Figg. 2-3). Gli effetti della crisi e le tensioni sui mercati finanziari hanno quindi reso evidente che l'integrazione economica e l'interdipendenza creata dall'Unione economica monetaria richiedono ulteriori progressi nel governo economico dell'Europa.<sup>2</sup>

L'attuale assetto istituzionale ha evidenziato quattro principali problemi, che hanno amplificato gli effetti sull'area dell'euro della crisi finanziaria globale:

a) Le regole di bilancio europee non hanno evitato che alcuni paesi adottassero politiche poco prudenti senza sfruttare adeguatamente le fasi favorevoli del ciclo economico per consolidare i conti pubblici. Molti paesi hanno affrontato la crisi con saldi di bilancio lontani dai rispettivi obiettivi di medio termine previsti dal Patto di stabilità e crescita e concordati in sede europea (per l'Italia l'obiettivo è il pareggio di bilancio, escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure di natura temporanea). In alcuni paesi, in cui il debito pubblico superava largamente la soglia di riferimento del 60 per cento del PIL, i progressi nella riduzione dell'incidenza del debito sono stati relativamente modesti. Con l'avvento della crisi i margini per gli interventi anticiclici sono risultati limitati e l'incidenza del debito pubblico sul prodotto è notevolmente aumentata. Si sono acuite, inoltre, le difficoltà legate al suo rifinanziamento.

b) La crisi ha mostrato come la disciplina di bilancio non sia sufficiente. Il sistema di sorveglianza multilaterale europeo non disponeva di strumenti incisivi per la prevenzione e la correzione di squilibri di tipo macroeconomico, che possono derivare dai conti con l'estero, dai differenziali di produttività e da eccessivi livelli di debito del settore privato (Tav. 2). In alcuni paesi tali squilibri hanno aggravato gli effetti della recessione internazionale sull'attività economica, hanno accresciuto le perdite di gettito per il bilancio pubblico e hanno richiesto interventi a sostegno degli intermediari finanziari. Le tensioni sui titoli pubblici hanno interessato anche paesi che prima della recessione non presentavano squilibri di finanza pubblica significativi e che, a seguito di interventi a sostegno dell'economia e del settore finanziario, adesso hanno elevati livelli di debito e disavanzo pubblici.

c) Non erano previsti meccanismi di intervento per le situazioni di grave crisi finanziaria di uno Stato membro. Questa carenza, emersa chiaramente in relazione alla crisi greca, ha determinato incertezza e ha accresciuto i costi e i tempi degli interventi. Oltre alla creazione di meccanismi temporanei per la gestione di queste crisi, si è reso altresì necessario un intervento, controverso, di acquisto di titoli pubblici da parte della BCE, volto a evitare eccessi nelle fluttuazioni dei prezzi di mercato.

---

<sup>2</sup> Vi era consapevolezza di questa necessità anche prima della crisi. Cfr., ad esempio, la Comunicazione della Commissione "EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union", Bruxelles, 7 maggio 2008.

d) Le fragilità del sistema finanziario, che sono all'origine della crisi, hanno favorito il diffondersi di un rischio di contagio fra sistema bancario e Stati membri in difficoltà e hanno minato la resilienza dell'intera area a shock esterni. È divenuta evidente la necessità di rafforzare la regolamentazione e la supervisione finanziaria, introducendo autorità preposte alla identificazione e prevenzione dei rischi sistemici.

Dalla primavera scorsa il dibattito sulle modifiche all'assetto istituzionale e normativo è diventato serrato e ha coinvolto i paesi europei e gli organismi istituzionali dell'Unione. Esso si è concentrato sulle modifiche del quadro normativo necessarie ad assicurare il conseguimento degli obiettivi del Patto di stabilità e crescita e sull'individuazione di criteri e procedure per una sorveglianza sugli andamenti macroeconomici. Su tali aspetti l'attuale discussione verte sulle proposte presentate dalla Commissione europea (Tav. 3) e sulle indicazioni, in larga parte coincidenti, contenute nel rapporto di una specifica Task force, istituita dal Consiglio della UE e coordinata dal Presidente del Consiglio europeo Van Rompuy.<sup>3</sup>

In seguito alla specifica situazione creatasi in Grecia, dove il peggioramento delle finanze pubbliche ha tardato ad emergere in tutta la sua gravità anche a causa di serie carenze nelle informazioni statistiche, il Consiglio è intervenuto con un Regolamento (n. 679/2010 del 26 luglio 2010) per rendere più incisivo il processo di monitoraggio delle statistiche. Le novità introdotte enfatizzano il ruolo delle visite metodologiche dell'Eurostat, ampliano l'accesso alle informazioni necessarie per gli obblighi di segnalazione e rafforzano le responsabilità delle autorità nazionali di statistica.

L'introduzione del "semestre europeo", decisa lo scorso 7 settembre dal Consiglio della UE, è un primo avanzamento nella direzione di un maggior coordinamento delle politiche economiche europee. Esso prevede un ciclo di programmazione comune a tutti i paesi della UE, volto a rafforzare la coerenza delle politiche nazionali con gli indirizzi comunitari. La valutazione delle politiche economiche nazionali in sede europea avverrà infatti prima che le proposte per le manovre di bilancio siano sottoposte al vaglio dei parlamenti, affinché i documenti nazionali possano integrare le indicazioni del Consiglio della UE.<sup>4</sup>

Dopo la creazione, nella primavera scorsa, di meccanismi temporanei di gestione delle crisi finanziarie si è anche iniziata a definire una soluzione da introdurre in via permanente. Lo scorso settembre è stata inoltre ridefinita l'architettura della vigilanza su intermediari e mercati, istituendo in particolare il Comitato europeo per il rischio sistemico, al quale sono state affidate funzioni di vigilanza macroprudenziale, e tre Autorità di vigilanza europee, cui sono attribuiti compiti di vigilanza microprudenziale in coordinamento con le autorità nazionali.

---

<sup>3</sup> Per un'analisi dettagliata delle proposte della Commissione e della Task force Van Rompuy, rinvio alle mie testimonianze alla Camera dei Deputati presso le Commissioni riunite V (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e XIV (Politiche dell'Unione europea) dell'8 luglio 2010 ("Esame congiunto della comunicazione della Commissione europea Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche") e alla Camera dei Deputati presso le Commissioni riunite V (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e XIV (Politiche dell'Unione europea) della Camera dei Deputati, 5<sup>a</sup> (Programmazione economica, Bilancio) e 14<sup>a</sup> (Politiche dell'Unione Europea) del Senato della Repubblica del 10 dicembre 2010 ("La riforma della *governance* economica europea").

<sup>4</sup> La proposta di legge volta ad allineare i tempi e gli strumenti della programmazione di bilancio italiana al semestre europeo è oggetto della testimonianza del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia Daniele Franco alla Camera dei Deputati presso le Commissioni riunite V (Bilancio, Tesoro e Programmazione) e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica, Bilancio) del 18 gennaio 2011 ("Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C. 3921 di riforma della legge di contabilità e finanza pubblica").

### 3. Il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita

Uno degli aspetti più rilevanti della proposta di riforma della *governance* europea è il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita, sia nella dimensione preventiva sia in quella correttiva. Particolare attenzione è dedicata al debito e alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo.

La parte preventiva del Patto attualmente richiede ai paesi che non abbiano raggiunto il proprio obiettivo di medio termine (che nella maggior parte dei casi consiste nel pareggio di bilancio) un miglioramento del saldo strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure di carattere temporaneo) di almeno lo 0,5 per cento del prodotto l'anno. In passato l'obiettivo è stato spesso rispettato grazie a entrate superiori a quanto attribuibile al ciclo economico (*revenue windfalls*). Tali entrate si sono rivelate *ex post* di natura temporanea peggiorando il saldo strutturale degli anni seguenti. La proposta in discussione affiancherebbe al requisito sul saldo strutturale un vincolo alla crescita della spesa, il cui tasso non dovrebbe essere superiore al tasso di crescita di medio periodo dell'economia, tenendo conto degli effetti delle misure discrezionali sulle entrate. Questo vincolo consentirebbe di evitare che, nelle fasi favorevoli del ciclo economico, i paesi soddisfino il requisito riguardante il saldo strutturale grazie alle entrate di natura eccezionale.

Per quanto riguarda la parte correttiva del Patto e ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi<sup>5</sup>, le proposte della Commissione attribuiscono alla dinamica del debito pubblico un'importanza analoga a quella dell'indebitamento netto, rendendo efficaci indicazioni del Trattato di Maastricht. In particolare, viene proposta una regola numerica che stabilisce per ogni anno un obiettivo per l'incidenza del debito sul PIL determinato sulla base dei valori registrati nel triennio precedente e tale da implicare una riduzione dell'ordine del 5 per cento l'anno dello scostamento del debito dal valore di riferimento del 60 per cento<sup>6</sup>. Gli aspetti metodologici sono attualmente in discussione.

Per rendere più vincolanti le prescrizioni del Patto, la Commissione prevede l'introduzione di sanzioni monetarie anche nella fase preventiva e un rafforzamento di quelle già esistenti nella fase correttiva. L'applicazione di queste sanzioni monetarie diventerebbe quasi automatica: esse verrebbero adottate a meno che una maggioranza qualificata del Consiglio esprima un voto contrario (*reverse voting*). Le sanzioni vengono oggi adottate solo se si esprime a favore una maggioranza qualificata del Consiglio.

---

<sup>5</sup> La Procedura per i disavanzi eccessivi viene avviata nel caso in cui l'indebitamento netto di uno Stato membro superi la soglia di riferimento del 3 per cento, a meno che lo scostamento, comunque limitato, non sia giudicato di natura temporanea ed eccezionale. La procedura è formalmente prevista dal Trattato sul funzionamento della UE ed è regolamentata nei dettagli dalla normativa relativa al Patto di stabilità e crescita. Essa si articola in diverse fasi, fino all'imposizione di eventuali sanzioni qualora gli Stati membri interessati non abbiano adottato adeguate misure correttive.

<sup>6</sup> L'avvio della Procedura per i disavanzi eccessivi nel caso di mancato rispetto della regola numerica sul debito seguirà a una valutazione della Commissione che dovrebbe tener conto di alcuni fattori significativi, quali: l'evoluzione dell'economia a medio termine (in particolare crescita potenziale, condizioni congiunturali, inflazione e squilibri macroeconomici eccessivi); l'evoluzione della posizione di bilancio a medio termine (in particolare impegno per il risanamento del bilancio nei periodi di congiuntura favorevole, investimenti pubblici, attuazione di politiche nel contesto di una strategia di crescita comune per l'Unione e qualità complessiva delle finanze pubbliche dei membri); gli sviluppi nella posizione debitoria a medio termine (in particolare fattori di rischio quali le scadenze del debito e le valute in cui è denominato, le poste di raccordo fra il disavanzo e la variazione del debito (*stock-flow adjustments*), riserve accantonate e altri attivi pubblici, garanzie, passività sia esplicite che implicite legate all'invecchiamento della popolazione e al debito privato); tutti gli altri fattori considerati significativi per valutare complessivamente il superamento del valore di riferimento (in particolare contributi finanziari a sostegno della solidarietà internazionale e della realizzazione degli obiettivi delle politiche europee, inclusa la stabilità finanziaria).

### 3.1 *Regola sul debito e obiettivo di medio termine a confronto: una valutazione per l'Italia*

La regola fissata per il debito (inclusa nella fase correttiva del Patto) si aggiungerebbe all'obiettivo di medio termine sul saldo strutturale (nella fase preventiva), il cui raggiungimento verrebbe reso più cogente con le nuove sanzioni. Sembra quindi utile un'analisi comparata dei due criteri e degli aggiustamenti che essi comportano.

Proponiamo qui un esercizio, molto semplificato e di natura meramente contabile, che proietta fino al 2020 il quadro dei conti che la *Decisione di finanza pubblica* (DFP) dello scorso settembre definisce per il 2010-13<sup>7</sup>. La DFP fissa per il biennio 2012-13 un obiettivo per l'indebitamento netto pari rispettivamente al 2,7 e 2,2 per cento del PIL<sup>8</sup>. Per gli anni successivi si considerano invece due politiche di bilancio alternative: la prima (*regola sul debito*) fa riferimento alle proposte operative della Commissione<sup>9</sup>; la seconda (*pareggio di bilancio*, l'obiettivo di medio termine indicato nel Programma di stabilità del 2010) prevede una riduzione lineare dell'indebitamento netto (circa 0,7 punti percentuali l'anno; nell'esercizio proposto tale variazione approssima quella del saldo strutturale) nel periodo 2014-16 fino al raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2016. L'analisi ipotizza che le due regole siano applicate separatamente. Nella realtà, come già detto, le due regole andrebbero rispettate contemporaneamente. L'obiettivo dell'esercizio è solo quello di evidenziare quando e in quali condizioni una regola tenda a richiedere aggiustamenti di bilancio maggiori.

Sono inoltre considerate due diverse ipotesi di crescita dell'economia: 1) nella prima il tasso di crescita reale previsto dalla DFP per il biennio 2012-13 (2 per cento) si mantiene costante anche negli anni successivi; 2) nella seconda la crescita resta ferma all'1 per cento l'anno già a partire dal 2012.

Va sottolineato che nell'esercizio proposto la crescita dell'economia è fissata esogenamente. Non si considerano cioè gli effetti sulla crescita del consolidamento dei conti pubblici, che nel breve periodo hanno in genere un impatto restrittivo. Un mancato aggiustamento di bilancio potrebbe condizionare tuttavia in negativo le aspettative dei mercati e determinare un incremento dei tassi d'interesse e del servizio del debito, con effetti negativi sulla crescita. Nel medio termine, comunque, sono fattori strutturali, quali gli investimenti in capitale fisico e umano, a incidere sulla dinamica della produttività e sulla crescita dell'economia.

Gli scenari analizzati sono dunque quattro; le ipotesi sono riassunte nella Tav. 4.

La crescita economica condiziona fortemente l'entità degli aggiustamenti richiesti dalle due regole di bilancio prese in esame. In termini di indebitamento netto, come già specificato, il raggiungimento del pareggio di bilancio prevede una riduzione del disavanzo pari a 0,7 punti percentuali l'anno nel triennio 2014-16. Una volta raggiunto il pareggio questo viene mantenuto anche negli anni successivi.

---

<sup>7</sup> Cfr. D. Franco e M. Romanelli, "La riforma delle regole di bilancio europee: alcune implicazioni per l'Italia", mimeo, Banca d'Italia, 2011.

<sup>8</sup> A consuntivo, l'indebitamento netto del 2010 (4,6 per cento del PIL) è risultato inferiore di 0,4 punti percentuali del prodotto rispetto alle previsioni contenute nella DFP. Di contro, l'incidenza del debito è stata pari al 119,0 per cento del PIL contro il 118,5 indicato dal Governo a settembre. Il nostro esercizio non tiene conto dei dati di consuntivo per il 2010 ma si basa interamente sul quadro tendenziale stimato dal Governo lo scorso settembre e sulle previsioni macroeconomiche sottostanti.

<sup>9</sup> Dato il profilo retrospettivo della regola sul debito la Commissione prevede un periodo di transizione nell'adozione del nuovo criterio, alla luce sia degli incrementi del livello del debito registrati in conseguenza della crisi economica sia degli accordi già definiti nell'ambito delle Procedure per i disavanzi eccessivi in corso. In questo esercizio, a titolo esemplificativo, si assume che il primo triennio di riferimento per la valutazione della regola sul debito sia il 2013-15.

Nel caso di una crescita annua pari al 2 per cento in termini reali, il nuovo criterio sul debito risulterebbe sistematicamente meno stringente rispetto al pareggio di bilancio. Nel 2014, per soddisfare tale criterio, l'indebitamento netto dovrebbe ridursi di circa 0,6 punti percentuali del PIL; la regola sul debito sarebbe poi rispettata con un indebitamento sostanzialmente stabile intorno all'1,7 per cento negli anni seguenti (Tav. 5).

Se l'economia crescesse a partire dal 2012 a un tasso più modesto (1 per cento), la regola sul debito richiederebbe invece aggiustamenti più rilevanti rispetto al conseguimento dell'obiettivo di medio termine di bilancio in pareggio nei primi anni di applicazione: l'indebitamento netto dovrebbe infatti diminuire di quasi 2 punti percentuali del PIL allo 0,5 per cento nel 2014; potrebbe poi leggermente aumentare dopo il 2015, collocandosi intorno allo 0,7 per cento del PIL negli anni successivi.

Complessivamente, nell'ipotesi di una crescita annua del PIL del 2 per cento, nel decennio 2010-2020 il rapporto fra il debito e il prodotto scenderebbe di 29 punti percentuali nel caso di raggiungimento del pareggio di bilancio dal 2016 e di 20 punti nel caso di applicazione della sola regola numerica sul debito. Se la crescita fosse dimezzata, la riduzione del debito sarebbe rispettivamente di 21 e di 18 punti.

### ***3.2 Il riequilibrio dei conti basato sul contenimento della spesa***

Dato il livello raggiunto dalla pressione fiscale, elevato sia nel confronto storico sia in quello internazionale, il riequilibrio delle finanze pubbliche non potrà che fondarsi soprattutto sul contenimento e la riqualificazione della spesa primaria, in particolare di quella corrente. Il rispetto delle regole appena descritte richiederebbe interventi consistenti; al riguardo va considerato che nel 2009 la spesa primaria corrente era già inferiore rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro (di quasi 1 punto percentuale del PIL).

Nel quadro delineato dalla DFP, coerente con il percorso di rientro fissato dal Governo per il triennio 2011-13, la riduzione complessiva dell'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL è prevista pari a 2,7 punti percentuali (dal 43,5 per cento nel 2010 al 40,8 nel 2013). Questo comporta una contrazione in termini reali di poco meno di mezzo punto percentuale in media l'anno (Tav. 6).

Se l'economia continuasse a crescere in termini reali al 2 per cento anche dopo il 2013<sup>10</sup>, il pareggio di bilancio richiederebbe nel biennio 2014-15 una riduzione dell'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL di oltre un punto percentuale (Fig. 4); il tasso di crescita reale della spesa sarebbe dello 0,4 per cento in media l'anno. La dinamica dovrebbe restare contenuta (0,5 per cento) anche nel 2016, fino al raggiungimento del pareggio di bilancio. Nel complesso, la crescita cumulata della spesa primaria corrente dovrebbe essere contenuta tra il 2010 e il 2016 entro lo 0,1 per cento. Successivamente, se i tassi di interesse rimanessero sui bassi livelli previsti fino al 2013 nella DFP, la spesa potrebbe riprendere a salire a un tasso più elevato. I tassi d'interesse risentono tuttavia, almeno nel comparto del breve termine, della politica assai accomodante della BCE e sono destinati a salire. Si noti inoltre che l'esercizio è stato condotto nell'ipotesi di spesa in conto capitale ed entrate complessive costanti in rapporto al PIL dal 2013 in avanti.

---

<sup>10</sup> L'esercizio assume che l'incidenza sul PIL delle spese in conto capitale e la pressione fiscale rimangano costanti al livello raggiunto nel 2013.

Per conseguire i medesimi obiettivi in un contesto di crescita meno favorevole sarebbero necessari interventi sulla spesa più incisivi. Un tasso di crescita dell'economia pari all'1 per cento già a partire dal 2012 richiederebbe una contrazione in termini reali della spesa primaria corrente pari all'1,1 per cento in media l'anno nel periodo 2012-13, qualora si volessero rispettare gli obiettivi di indebitamento indicati dalla DFP (rispettivamente 2,7 e 2,2 per cento del PIL). Per rispettare l'obiettivo del pareggio di bilancio, nel biennio 2014-15 la spesa primaria corrente dovrebbe contrarsi in termini reali dello 0,7 per cento l'anno (dal 43,5 per cento del PIL del 2010 al 39,3); la riduzione proseguirebbe allo stesso ritmo anche l'anno successivo; tra il 2010 e il 2016 la contrazione supererebbe il 5 per cento.

Questo esercizio mostra dunque come nei prossimi anni la riduzione dell'incidenza del debito pubblico richiederà un forte rallentamento della dinamica della spesa pubblica. Nel decennio 1998-2007 le spese correnti primarie in termini reali sono aumentate in media di circa il 2 per cento l'anno contro una crescita del prodotto dell'1,5 per cento.

Alcune voci di spesa, quali quelle per l'istruzione e per le infrastrutture, sono determinanti per lo sviluppo del paese; altre voci, quali quelle riguardanti la salute, sono difficilmente comprimibili anche alla luce delle pressioni dovute all'invecchiamento della popolazione (recuperi di efficienza potrebbero, tuttavia, essere volti a finanziare gli effetti conseguenti all'evoluzione demografica); altre ancora, come le pensioni, sono già state oggetto di ripetuti interventi correttivi. Nel complesso, queste poste rappresentano oltre il 70 per cento del totale della spesa primaria (Tav. 7). In rapporto al PIL le altre spese non superano il 10 per cento. L'azione di contenimento della spesa richiede pertanto l'individuazione di priorità nell'allocazione delle risorse e interventi molto selettivi. A tal fine, sarebbe opportuno effettuare un'analisi approfondita di tutte le poste del bilancio pubblico attraverso processi di *spending review*, rafforzare gli indicatori dell'efficienza delle diverse strutture pubbliche (uffici, scuole, ospedali, tribunali) e sviluppare meccanismi che consentano di valutare l'adequatezza dell'entità complessiva di ciascuna voce indipendentemente dalla spesa storica (*zero-based budgeting*).

A tale sforzo, potrebbe associarsi l'introduzione di una regola che fissi limiti pluriennali per la spesa primaria. Tale regola sottolineerebbe l'importanza cruciale del controllo della spesa e renderebbe più visibili gli obiettivi da raggiungere, aumentando i costi politici di eventuali sconfinamenti<sup>11</sup>. A livello decentrato, il passaggio dal criterio della spesa storica a quello del costo standard per le funzioni fondamentali, previsto nell'ambito del processo di realizzazione del federalismo fiscale, può accrescere l'efficienza nell'utilizzo delle risorse e contribuire al contenimento della spesa<sup>12</sup>.

In ogni caso, è evidente quanto siano stretti i margini per soddisfare l'obiettivo di medio termine di un bilancio strutturale in pareggio. Il riequilibrio dei conti pubblici non può prescindere dal ritorno dell'economia italiana su un sentiero di crescita ben più alto di quello che è prevalso nell'ultimo decennio.

Infine, seguendo le indicazioni della Commissione europea e della Task force Van Rompuy, il monitoraggio dei conti e la valutazione del rispetto delle regole di bilancio nazionali potrebbero essere potenziati dalla creazione di istituzioni indipendenti. Ad esse potrebbe altresì essere

---

<sup>11</sup> D. Franco e S. Zotteri, "Fiscal Rules: What lessons from Germany?", in *Die neuen Schuldenregeln im Grundgesetz*, a cura di C. Kastrop, G. Meister-Scheufelen e M. Sudhof, Berliner Wissenschaft Verlag, Berlino, 2010.

<sup>12</sup> Sul passaggio dal criterio della spesa storica a quello del costo standard, si veda la mia testimonianza al Senato della Repubblica presso le Commissioni riunite 1<sup>a</sup> (Affari costituzionali), 5<sup>a</sup> (Programmazione economica, bilancio) e 6<sup>a</sup> (Finanze e tesoro) del 18 novembre 2008 ("Indagine conoscitiva sul disegno di legge 'Delega al Governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'articolo 119 della Costituzione'").

affidato il compito di valutare le previsioni su cui si fonda la programmazione di bilancio, così da evitare la formulazione di ipotesi ottimistiche.

#### **4. *Gli squilibri macroeconomici***

La crisi economica e finanziaria ha evidenziato che la sola disciplina di bilancio non è sufficiente a garantire la stabilità dell'area dell'euro. Anche ampi e persistenti squilibri macroeconomici, derivanti ad esempio dalla posizione verso l'estero, dai divari di produttività e da eccessivi livelli di debito del settore privato, possono metterne a rischio la stabilità.

Ad esempio, i mercati dei titoli sovrani di Irlanda e Spagna hanno recentemente sperimentato in misura diversa forti tensioni (Fig. 1), nonostante che nei tre anni precedenti la crisi i due paesi presentassero un quadro favorevole di finanza pubblica (con un avanzo di bilancio e un rapporto tra il debito pubblico e il PIL ben al di sotto della soglia fissata dalle regole europee). Entrambi i paesi però presentavano rilevanti squilibri esterni e interni, alimentati da una straordinaria espansione del credito.

Le proposte di riforma finora presentate mirano a prevenire il formarsi degli squilibri macroeconomici, introducendo un meccanismo in grado di affrontare le debolezze strutturali dell'area monetaria, di favorire una crescita equilibrata nei diversi paesi e di impedire il formarsi di dinamiche divergenti di costi e produttività.

In particolare, la proposta prevede un esame annuale di tali squilibri mediante un meccanismo di allerta basato su un numero limitato di indicatori (*scoreboard*) per i quali devono essere individuate soglie di criticità. Qualora venga accertata l'esistenza o il rischio di una situazione di squilibrio, il Consiglio potrebbe rivolgere delle raccomandazioni allo Stato interessato. In caso di squilibri particolarmente gravi, tali da compromettere il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria potrebbe essere avviata una procedura per "situazione di squilibrio eccessivo", che comporta sanzioni automatiche in caso di inosservanza reiterata delle raccomandazioni del Consiglio.

L'individuazione delle situazioni di squilibrio che richiedono una correzione è tuttavia un esercizio complesso, sia in teoria sia in pratica.

La Commissione suggerisce che il numero di indicatori sia limitato ma sufficientemente ampio da riguardare tutte le possibili fonti di squilibrio. Tra i possibili indicatori vengono genericamente indicate "misure della posizione esterna del paese", "competitività di prezzo o di costo", "debito del settore pubblico e privato" (Tav. 2). Una lista di indicatori quantitativi non è contenuta nella proposta, dato che al mutare della situazione economica potrebbe essere necessario ricorrere a nuovi indicatori. Sarà importante concentrarsi sugli squilibri che possono determinare oneri per le finanze pubbliche o costituire un rischio per la stabilità finanziaria, in particolare quelli di natura finanziaria e quelli legati a un'eccessiva espansione del credito.

Inoltre, concepire e imporre l'esecuzione di azioni correttive nel contesto di una procedura di sorveglianza multilaterale delle condizioni macroeconomiche potrebbe non essere agevole. Intervenire nei confronti di un paese quando non si siano ancora manifestati problemi di qualche rilievo potrebbe essere politicamente difficile. Si pensi ai casi dell'Irlanda e della Spagna che fino a qualche anno fa registravano tassi di crescita sostenuti del prodotto e finanze pubbliche in regola. Il rischio è, dunque, che la procedura venga avviata quando gli squilibri sono già significativi. Sarà



importante quindi che i paesi si impegnino *ex ante* a sottoporsi a una procedura il più possibile aperta, trasparente e formale.

Nonostante le difficoltà di attuazione, la proposta della Commissione va accolta positivamente in quanto rappresenta un importante passo in avanti verso un maggiore coordinamento delle politiche economiche, requisito essenziale per il buon funzionamento di un'area monetaria. Le misure correttive da richiedere ai paesi saranno verosimilmente rivolte al funzionamento dei mercati del lavoro, dei prodotti e dei servizi, alla composizione del bilancio pubblico e a prevenire la crescita eccessiva del credito o dei prezzi delle attività finanziarie e reali.

Data la tipologia degli interventi, è importante assicurare un elevato livello di coerenza e integrazione sia con l'attività di monitoraggio e con le raccomandazioni fornite dal Comitato europeo per il rischio sistemico, sia con l'attività di monitoraggio sull'avanzamento delle riforme strutturali nell'ambito della nuova strategia di crescita europea "Europa 2020" approvata dal Consiglio della UE lo scorso mese di giugno.

All'inizio di febbraio i Governi di Francia e Germania hanno proposto un nuovo patto fra i partecipanti all'area dell'euro in tema di competitività, stabilità delle finanze pubbliche e investimenti in ricerca, istruzione, sviluppo e infrastrutture. Nel breve termine il programma si articolerebbe in sei punti principali: l'abolizione dell'indicizzazione dei salari; il riconoscimento reciproco dei titoli di studio; la definizione di una base imponibile comune per l'imposizione sulle società; l'introduzione di meccanismi di aggiustamento dei sistemi pensionistici agli andamenti demografici; l'inclusione di meccanismi di sorveglianza della dinamica del debito nella Costituzione di ciascun paese; l'introduzione di meccanismi nazionali di gestione delle crisi bancarie. I dettagli del piano sono in corso di definizione e dovrebbero essere presentati e discussi nel corrente mese.

Un ulteriore rafforzamento delle politiche economiche, come auspicato da Francia e Germania, è sicuramente da valutare favorevolmente. Tuttavia è prevedibile che su molte proposte sarà difficile trovare il consenso di tutti i paesi e comunque sarà necessario un ampio e approfondito dibattito<sup>13</sup>.

## **5. Il meccanismo di intervento per le situazioni di grave crisi di uno Stato membro**

Nella prima parte del 2010 si sono manifestate forti turbolenze sui mercati dei titoli di Stato della Grecia. Per far fronte a tali tensioni e per evitare l'estendersi del contagio ad altri paesi in difficoltà, il 2 maggio le autorità della UE e dei paesi membri dell'area dell'euro hanno concordato

---

<sup>13</sup> L'introduzione di una regola costituzionale sul debito può contribuire al riequilibrio dei conti pubblici, ma richiede una cornice adeguata di procedure e istituzioni. Nel caso italiano appare prioritario concentrare l'attenzione sui meccanismi di controllo della spesa pubblica. Vale inoltre la pena ricordare che nel nostro paese molto è già stato fatto negli ultimi due decenni nel settore pensionistico – da ultimo con l'introduzione di meccanismi automatici per la revisione (dal 2015) dell'età pensionabile al mutare della speranza di vita. Per quanto riguarda l'indicizzazione salariale, la sua abolizione è già avvenuta all'inizio degli anni novanta. La definizione di una base imponibile omogenea per le imprese è in linea generale auspicabile, ma può sollevare problemi. In particolare, in Italia potrebbe essere messa in discussione l'esistenza di un'imposta specifica come l'Irap. Il riconoscimento reciproco dei titoli di studio (già in parte attuato) è un passo utile. Solo una scuola di elevata qualità può tuttavia garantire che i giovani possano in concreto lavorare in altri paesi. Infine, sulla proposta di introdurre o rafforzare sistemi nazionali di gestione delle crisi bancarie è certamente utile accelerare la definizione di un quadro condiviso di interventi nel caso di crisi di intermediari "sistemici".

la concessione di prestiti bilaterali per un ammontare complessivo di 80 miliardi in tre anni, condizionata alla realizzazione di un programma di riforme strutturali e di un forte consolidamento dei conti; all'intervento partecipa anche il Fondo Monetario Internazionale (FMI) con uno stanziamento aggiuntivo di 30 miliardi.

Nei giorni successivi, a seguito dell'intensificarsi delle tensioni sui mercati, le autorità europee hanno deciso l'istituzione di un meccanismo temporaneo di gestione delle crisi destinato a operare fino al giugno del 2013, che si articola in due strumenti. Il primo (l'European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM) prevede la possibilità di prestiti, utilizzando risorse della UE e fino a un massimo di 60 miliardi, a favore di paesi membri in difficoltà. Il secondo è costituito da una società veicolo (European Financial Stability Facility - EFSF) autorizzata a raccogliere risorse sui mercati beneficiando della garanzia dei paesi dell'area dell'euro per un massimo di 440 miliardi. Tali risorse verrebbero destinate all'erogazione di prestiti condizionati all'impegno da parte degli Stati richiedenti a perseguire un'adequata disciplina di bilancio e a rispettare specifiche linee guida di politica economica. Infine, l'FMI si è reso disponibile a fornire un sostegno aggiuntivo, la cui entità si commisurerebbe ai finanziamenti europei secondo proporzioni analoghe a quelle previste per la Grecia. Dal canto suo, la BCE è intervenuta con un programma di acquisto sul mercato di titoli degli Stati in difficoltà (Securities Market Programme – SMP), con lo scopo dichiarato di contrastare tensioni di mercato tali da impedire l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

La creazione dell'EFSM non è stata esente da critiche<sup>14</sup>. È stato ad esempio sostenuto che tale meccanismo è in contrasto con l'articolo 122.2 del Trattato sull'Unione Europea, che prevede l'assistenza finanziaria di uno Stato membro solo nel caso in cui si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo. Ma è assai arduo valutare un singolo articolo del Trattato al di fuori del suo contesto. Se si può dibattere la compatibilità dell'EFSM con la lettera dell'articolo 122.2, esso non appare contrastare con lo spirito del Trattato stesso in considerazione dell'importanza del corretto funzionamento dell'Unione Europea e della sua stessa esistenza, non potendosi escludere che una gravissima crisi debitoria nell'area dell'euro avrebbe potuto innescare una crisi più generale con il coinvolgimento di altri paesi.

Anche l'SMP è stato oggetto di critiche, in particolare per il rischio di incidere negativamente sulla reputazione antinflazionistica della BCE. Va peraltro osservato che esso è il risultato della valutazione della necessità di un intervento speciale in condizioni affatto particolari dei mercati finanziari. Il programma è in linea con i principi condivisi di attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro e non costituisce una modifica del suo orientamento. Dopo la crisi del debito greco gli spread sui titoli di Stato di svariati paesi dell'area dell'euro si sono ampliati al di là di ogni ragionevole limite e le gravi tensioni nel mercato dei titoli hanno ostacolato i meccanismi di trasmissione della politica monetaria; di qui l'intervento eccezionale da parte della BCE.

Le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area hanno ripreso ad acuirsi all'inizio di novembre. Vi hanno concorso le gravi difficoltà del sistema bancario irlandese e le incertezze sulle nuove regole per la risoluzione delle crisi del debito sovrano in Europa. Il 21 novembre l'Irlanda ha avanzato una richiesta ufficiale di prestito alla UE e all'FMI, accolta il 28 novembre<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Cfr., ad esempio, L. Balcerowicz, "Il fallimento degli Stati sovrani nell'Unione Europea: una prospettiva comparata", Lectio Marco Minghetti, Istituto Bruno Leoni, Roma, 2010.

<sup>15</sup> L'intervento in favore dell'Irlanda, che si estende su un orizzonte temporale di 3 anni, ammonta a 85 miliardi di euro, di cui 17,5 provenienti da fondi pensioni irlandesi e da fondi del Tesoro. Le erogazioni da parte dell'FMI e dell'EFSM ammontano a 22,5 miliardi ciascuno, quelle dell'EFSF a 17,7 miliardi. Alla somma restante (4,8 miliardi) hanno infine contribuito Regno Unito, Danimarca e Svezia con prestiti bilaterali. I fondi saranno destinati alle esigenze di finanza pubblica (50 miliardi) e al sostegno del sistema bancario in difficoltà (35 miliardi). L'intervento –

Nella stessa data i Ministri finanziari dei paesi dell'area dell'euro hanno definito le principali caratteristiche di un meccanismo permanente per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'area (European Stability Mechanism - ESM).

In un contesto in cui le responsabilità in materia di bilancio rimangono decentrate, l'istituzione di un meccanismo di gestione delle crisi rappresenta un complemento importante delle regole di bilancio. Esso può creare un diverso tipo di incentivi *ex ante*, influenzando così il comportamento dei debitori sovrani e dei loro creditori, contemperando l'esigenza di assicurare la stabilità con la necessità di evitare comportamenti opportunistici (*moral hazard*) da parte sia dei potenziali beneficiari sia degli investitori privati.

Secondo la versione concordata a fine novembre dall'Eurogruppo, l'ESM entrerebbe in vigore quando l'EFSF giungerà a scadenza. Il meccanismo offrirebbe programmi di sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro con problemi di liquidità a fronte di condizioni analoghe a quelle attualmente previste dall'EFSF e godrebbe di uno status di creditore privilegiato, secondo soltanto all'FMI. Sarebbe inoltre prevista un'approfondita analisi di solvibilità del paese che richiede assistenza (condotta congiuntamente dalla Commissione europea, dall'FMI e dalla BCE). Per i paesi considerati solvibili, il settore privato sarebbe incoraggiato a mantenere le esposizioni; nell'eventualità che l'analisi riveli una situazione di insolvenza, lo Stato dovrebbe negoziare con i creditori privati un piano di ristrutturazione del debito<sup>16</sup>. Questo processo sarebbe agevolato dall'introduzione nei titoli sovrani di clausole di azione collettiva (CAC).

La chiave di un'efficiente prevenzione di situazioni di insostenibilità del debito sovrano sta nel rafforzamento delle pressioni da parte del mercato, rendendone tuttavia l'azione più graduale di quanto oggi non sia. Per raggiungere questo obiettivo tre elementi appaiono fondamentali in qualsiasi riforma istituzionale: la facoltà di concedere aiuti finanziari agli Stati in temporanea difficoltà, anche oltre i casi già previsti dall'art. 122 del Trattato; la stretta condizionalità del sostegno finanziario all'effettiva attuazione degli impegni di consolidamento di bilancio; il mantenimento della possibilità che i creditori privati subiscano perdite qualora lo Stato in difficoltà non consegua l'aggiustamento necessario.

Con il Trattato e il Patto di stabilità e crescita l'Unione Europea aveva deciso di avvalersi di regole di bilancio anziché dei vincoli imposti dal mercato, ritenuti inefficaci e lenti quanto alla loro capacità di imporre una maggiore disciplina fiscale. Fin dal 1989 la Commissione Delors aveva osservato che: "i vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti"<sup>17</sup>. Sarebbe stato probabilmente opportuno individuare meccanismi in grado di favorire una reazione più incisiva ma graduale dei mercati.

## **6. Sorveglianza macroprudenziale, debito sovrano e sistema bancario**

I recenti episodi di crisi del debito sovrano hanno mostrato come rischi di contagio fra sistema finanziario e governi nazionali, già evidenti in un'economia globale, siano ancora più rilevanti

---

effettuato, come per la Grecia, a tassi "non" agevolati, intorno al 6 per cento – è stato condizionato alla sottoscrizione di un *Memorandum of Understanding* che richiede misure di consolidamento dei conti pubblici, la ristrutturazione del sistema bancario e riforme strutturali.

<sup>16</sup> Per quanto concerne la desiderabilità della ristrutturazione del debito occorre tuttavia rilevare che tale strumento non costituisce un agevole sostituto di un ampio intervento sui conti pubblici. A tal proposito, cfr. C. Cottarelli, L. Forni, J. Gottschalk e P. Mauro, "Default in today's advanced economies: Unnecessary, undesirable, and unlikely", IMF Staff Position Note, n. 10/12, settembre 2010.

<sup>17</sup> Committee for the Study of Economic and Monetary Union (Commissione Delors), "Report on Economic and Monetary Union in the European Community", 1989, p. 20.

all'interno di un'area economica integrata, quale quella dell'Unione europea, e di un'area integrata anche sul piano monetario, quale quella dell'euro<sup>18</sup>. Nel caso greco, le tensioni sul debito sono originate soprattutto da fattori endogeni al settore pubblico. L'aumento del rischio sovrano ha alimentato timori di un collasso del sistema bancario, determinato dai riflessi negativi sulle condizioni di finanziamento dovute al peggioramento della qualità dei titoli pubblici in portafoglio. Si aggiungevano timori nei riguardi delle banche di altri paesi più esposte nei confronti di controparti greche. Nel caso irlandese, gli *spillover* negativi fra sistema bancario e governo hanno operato in senso opposto. Nel 2008 il governo ha sostenuto il sistema bancario in crisi di fiducia fornendo una piena garanzia ai suoi investitori e depositanti in caso di fallimento; gli ingenti costi del salvataggio hanno accresciuto notevolmente il debito pubblico e provocato un aumento degli spread dei titoli sovrani, alimentando un circolo vizioso. Data la forte integrazione dell'area, il timore di contagio induce al salvataggio di banche e Stati in crisi di insolvenza perché il loro fallimento potrebbe determinare una contrazione sistemica di liquidità e di credito.

I problemi appena evidenziati, insieme a quelli all'origine della crisi finanziaria globale, hanno suggerito una riforma dell'architettura istituzionale della vigilanza su intermediari e mercati in Europa, approvata dal Parlamento europeo lo scorso 22 settembre ed entrata in vigore il 1° gennaio di quest'anno. La riforma introduce un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria fondato su due pilastri: la responsabilità della sorveglianza macroprudenziale è stata attribuita al Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board - ESRB); il compito di vigilanza microprudenziale sul sistema bancario, sul mercato, sul sistema assicurativo e sui fondi pensione è affidato a tre Autorità di Vigilanza Europee (European Supervisory Authorities, ESA) e alle autorità di vigilanza nazionali.

In particolare, l'ESRB è incaricato di effettuare analisi sul sistema finanziario europeo, segnalare le aree di rischio e formulare, se necessario, raccomandazioni. L'ESRB si caratterizza per un forte collegamento con il Sistema europeo di banche centrali e con la Banca centrale europea: quest'ultima infatti fornisce all'ESRB il necessario supporto logistico e amministrativo e il personale.

Al vasto mandato conferito allo ESRB non corrisponde un adeguato meccanismo sanzionatorio: tale autorità opera secondo un meccanismo "act or explain"; essa può emettere segnalazioni e raccomandazioni, ma non può vincolare i destinatari ad adeguarsi in maniera tempestiva.

Nei prossimi anni, la sorveglianza macroprudenziale dovrà dare risposta a sfide diverse. Dovrà tenere conto delle molteplici dimensioni (prociclicità, rischio di contagio, rischio da correlazione, rischio da concentrazione) in cui il rischio sistemico si declina e che ne rendono difficile l'individuazione e la previsione.<sup>19</sup> Dovrà approntare strumenti macroprudenziali diversi per attenuare la volatilità del credito e dei prezzi e ridurre la prociclicità del sistema finanziario. Un'ulteriore sfida alle politiche macroprudenziali deriva dalle interazioni con la politica monetaria: da un lato, la politica monetaria determina il livello dei prezzi, stimola la leva finanziaria e influenza anche la stabilità finanziaria e la propensione al rischio; dall'altro, le politiche macroprudenziali reagiscono ai cambiamenti, agiscono sull'inflazione e sulla disponibilità di credito, influenzando così i meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

Infine, si dovrà assicurare un continuo scambio di informazioni e un meccanismo ben definito di risoluzione delle controversie che possono insorgere tra le autorità di sorveglianza

---

<sup>18</sup> Cfr. International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity", ottobre 2010.

<sup>19</sup> Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", BIS Working Papers, n. 284, 2009.

macroprudenziali e quelle microprudenziali. Ogni sforzo di mitigazione del rischio sistemico dovrà infatti tener conto delle loro sinergie se vorrà essere efficace.

Accanto alla riforma della vigilanza, sono stati definiti interventi regolamentari, su mandato del G20, volti a rendere più robusto il patrimonio delle banche e a limitarne la leva finanziaria; saranno previste disposizioni specifiche per gli intermediari sistemici, dirette a ridurre la probabilità di un loro fallimento e a permetterne, ove questo si produca, una gestione ordinata. Andrebbe inoltre rivisto il meccanismo di ponderazione per il rischio dei titoli pubblici detenuti in portafoglio. Tutte le riforme che riguarderanno il sistema finanziario dovranno mirare a ridurre il rischio di contagio tenendo conto delle interdipendenze fra gli intermediari e fra questi e gli Stati, sui cui ha gravato l'onere del salvataggio per evitarne il fallimento.

## **7. Gli “euro-bonds”**

L'idea di obbligazioni europee non è nuova. Nel 1993 il presidente della Commissione europea Jacques Delors propose l'introduzione di “Union bonds” per finanziare investimenti di dimensione europea. Più recentemente, sono state avanzate diverse proposte volte a ridurre il costo medio sui debiti sovrani e a contrastare, in una fase di incertezza quale quella attuale, attacchi di natura speculativa contro l'euro. In particolare, alcune di esse prevedono che i paesi europei mettano in comune il proprio debito, almeno fino a un determinato livello (pari, ad esempio, al 60 per cento del PIL)<sup>20</sup> o, in alternativa, depositino in un fondo operante nel mercato (ed eventualmente finanziato con un prelievo sulle transazioni finanziarie) la parte del proprio debito legata direttamente al salvataggio del sistema finanziario (in questo caso, senza necessariamente limitarsi alla UE)<sup>21</sup>.

A favore degli “euro-bonds” (come sono oggi definiti) militano varie considerazioni. In primo luogo, emissioni consistenti volte al finanziamento di infrastrutture sopranazionali potranno certamente essere utili, a condizione di un'attenta verifica della qualità degli investimenti. In secondo luogo, l'impiego di titoli europei costituirebbe un segnale di solidarietà tra i paesi dell'area e dell'impegno politico a sostenere l'Unione economica e monetaria. Inoltre, il mercato dei titoli europei sarebbe particolarmente spesso e liquido; il rendimento di questi titoli potrebbe essere quindi inferiore alla media dei tassi pagati dai singoli Stati. I paesi più “deboli” migliorerebbero le condizioni di accesso al mercato. La percezione degli investitori di una maggiore rischiosità del debito emesso a livello nazionale (perché eccedente la quota massima consentita) preserverebbe i giusti incentivi per la disciplina di bilancio.

Va tuttavia tenuto conto dei seguenti aspetti. I paesi più “forti” non beneficerebbero di condizioni di accesso al mercato migliori; probabilmente le condizioni per questi paesi peggiorerebbero. La soluzione potrebbe quindi essere politicamente inaccettabile, a meno che i costi associati a una maggiore volatilità dei mercati, a crisi del debito sovrano e al salvataggio di alcuni paesi vengano percepiti come maggiori rispetto a quelli derivanti da emissioni congiunte. Il rendimento richiesto dagli investitori sulle emissioni nazionali, dovendo incorporare un maggior

---

<sup>20</sup> Cfr. J. Delpa e J. Von Weizsäcker, “The blue bond proposal”, Bruegel Policy Brief, n. 3, maggio 2010. A questa proposta, volta soprattutto a determinare condizioni per la riduzione del servizio del debito dei paesi più deboli hanno fatto seguito proposte simili, con soglie inferiori (pari al 40 e al 50 per cento) da parte di J.C. Juncker e G. Tremonti (“Eurobonds would end the crisis”, Financial Times, 5 dicembre 2010) e M. Monti (“Titoli europei in aiuto dell'euro”, Corriere della Sera, 2 Dicembre 2010), volte, rispettivamente, a rendere più forte l'euro nei confronti di attacchi speculativi e al finanziamento di infrastrutture di natura sopranazionale utili per la crescita economica.

<sup>21</sup> Cfr., P. Savona, “Un parcheggio per i debiti pubblici del mondo”, Il Messaggero, 18 febbraio 2010 e V. Visco, “Come salvarsi dalla deflazione”, Il Corriere della Sera, 13 luglio 2010.

premio per la liquidità (e per il rischio di default, tenendo conto dello status di debito non privilegiato), potrebbe essere notevolmente più elevato di quello attualmente corrisposto. Questo potrebbe rendere la proposta poco attraente anche per i paesi periferici, con livelli di debito in rapporto al PIL relativamente elevati e bassa liquidità dei propri titoli.

## **8. Conclusioni**

In Europa la crisi finanziaria globale si è caratterizzata per le forti tensioni su alcuni debiti sovrani, che a loro volta hanno aggravato le difficoltà del sistema creditizio, e per un significativo contagio tra i diversi paesi. Questi eventi riflettono l'integrazione economica e l'interdipendenza creata dall'Unione monetaria, ma sono anche il sintomo di carenze nel disegno del governo economico dell'Unione.

La reazione delle istituzioni europee si è articolata su diversi piani. Di fronte alle crisi greca e irlandese, sono stati definiti strumenti temporanei di sostegno finanziario; è stata riformata l'architettura della vigilanza su intermediari e mercati in Europa, prevedendo la costituzione di apposite autorità di sorveglianza (su banche, assicurazioni e mercati finanziari) al livello dell'Unione, e di un'autorità specificamente volta a prevenire i rischi sistemici; con il semestre europeo si è rafforzato il coordinamento *ex ante* delle politiche economiche nazionali. Al contempo si è aperta una riflessione, ancora in corso, su come rendere più efficaci le regole di bilancio europee, prevenire l'insorgere di squilibri macroeconomici comportanti rischi per la stabilità finanziaria dell'area, disegnare un efficace meccanismo permanente di gestione delle crisi.

Il rafforzamento delle regole di bilancio europee è un passo obbligato<sup>22</sup>. Come mostrano le tensioni perduranti sui mercati finanziari, i legami tra solidità dei conti pubblici e stabilità finanziaria sono stretti. A loro volta, il rientro dal debito e la stabilità finanziaria non potranno affermarsi se non saranno sostenute da politiche volte a innalzare permanentemente il tasso di crescita della produttività e dei redditi in tutti i paesi dell'area e dell'Unione<sup>23</sup>.

È specificamente nell'interesse del nostro paese proseguire il consolidamento delle finanze pubbliche. L'introduzione della regola numerica sul debito proposta non richiederebbe all'Italia sforzi superiori a quelli imposti dal conseguimento nel medio termine di un saldo strutturale prossimo al pareggio, che da lungo tempo rappresenta l'obiettivo, ancorché non realizzato, della politica di bilancio italiana. Una regola sul debito inserita nella procedura sui disavanzi eccessivi potrebbe contribuire ad ancorare le aspettative degli operatori, limitando gli effetti negativi derivanti dall'incertezza sull'effettivo conseguimento degli obiettivi.

Il conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica richiederà nei prossimi anni un significativo contenimento della dinamica della spesa. Questo deve fondarsi su analisi dettagliate delle singole voci di spesa e su meccanismi che consentano di valutare l'adequatezza dell'entità complessiva di ciascuna voce indipendentemente dalla spesa storica. Ancor più che negli altri paesi dell'area il consolidamento dei conti pubblici sarà tanto meno difficile e gravoso quanto più riforme strutturali saranno in grado di innalzare il tasso di crescita dell'economia.

---

<sup>22</sup> Cfr. anche il recente intervento di G. Verhofstadt, J. Delors e R. Prodi "Europe must make a plan for reform, not a pact", Financial Times, 3 marzo 2011.

<sup>23</sup> Cfr. G. Amato, R. Baldwin, D. Gros, S. Micossi e P.C. Padoan, "A renewed political deal for sustainable growth within the Eurozone and the EU. An open letter to the President of the European Council", CEPS Policy Brief n. 227/7, dicembre 2010.

Il rafforzamento della sorveglianza delle condizioni macroeconomiche e strutturali dei paesi membri è anch'esso necessario. L'esperienza recente ha mostrato che il solo rispetto delle regole di finanza pubblica non è una condizione sufficiente per evitare gravi tensioni. È pertanto inevitabile muovere verso una maggiore integrazione delle politiche economiche, eliminare sacche di rendita e di inefficienza produttiva, creare le condizioni per un durevole aumento della produttività.

Nei prossimi anni, la nuova architettura di sorveglianza macroprudenziale dovrà rispondere a impegnative sfide; occorrerà verificare nel tempo la validità degli strumenti normativi a disposizione delle nuove autorità. Nello stesso tempo andranno verificate con cura, e adeguatamente rafforzate, le capacità patrimoniali degli intermediari finanziari e andranno definiti efficaci meccanismi comuni volti a risolvere crisi bancarie sistemiche e con implicazioni "cross-border".

Infine, un meccanismo permanente europeo di stabilità finanziaria, come quello concordato dall'Eurogruppo e del quale si stanno attualmente definendo le caratteristiche, contribuirebbe a rafforzare la costruzione europea. Per il finanziamento di particolari interventi di natura infrastrutturale, potrebbero essere altresì utili, in prospettiva, forme di emissione di titoli europei.

## Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: previsioni (in percentuale del PIL)

| PAESI                  | Indebitamento netto |            |            | Debito       |              |              |
|------------------------|---------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                        | 2010                | 2011       | 2012       | 2010         | 2011         | 2012         |
| Germania               | 3.7                 | 2.7        | 1.8        | 75.7         | 75.9         | 75.2         |
| Francia                | 7.7                 | 6.3        | 5.8        | 83.0         | 86.8         | 89.8         |
| <b>Italia</b>          | <b>5.0</b>          | <b>4.3</b> | <b>3.5</b> | <b>118.9</b> | <b>120.2</b> | <b>119.9</b> |
| Spagna                 | 9.3                 | 6.4        | 5.5        | 64.4         | 69.7         | 73.0         |
| Paesi Bassi            | 5.8                 | 3.9        | 2.8        | 64.8         | 66.6         | 67.3         |
| Belgio                 | 4.8                 | 4.6        | 4.7        | 98.6         | 100.5        | 102.1        |
| Austria                | 4.3                 | 3.6        | 3.3        | 70.4         | 72.0         | 73.3         |
| Grecia                 | 9.6                 | 7.4        | 7.6        | 140.2        | 150.2        | 156.0        |
| Finlandia              | 3.1                 | 1.6        | 1.2        | 49.0         | 51.1         | 53.0         |
| Portogallo             | 7.3                 | 4.9        | 5.1        | 82.8         | 88.8         | 92.4         |
| Irlanda                | 32.3                | 10.3       | 9.1        | 97.4         | 107.0        | 114.3        |
| Slovacchia             | 8.2                 | 5.3        | 5.0        | 42.1         | 45.1         | 47.4         |
| Lussemburgo            | 1.8                 | 1.3        | 1.2        | 18.2         | 19.6         | 20.9         |
| Slovenia               | 5.8                 | 5.3        | 4.7        | 40.7         | 44.8         | 47.6         |
| Cipro                  | 5.9                 | 5.7        | 5.7        | 62.2         | 65.2         | 68.4         |
| Malta                  | 4.2                 | 3.0        | 3.3        | 70.4         | 70.8         | 70.9         |
| Area euro              |                     |            |            |              |              |              |
| Commissione europea    | 6.3                 | 4.6        | 3.9        | 84.2         | 86.7         | 88.0         |
| Programmi di stabilità | 6.7                 | 5.2        | 3.9        | 83.9         | 86.5         | 87.3         |
| Regno Unito            | 10.5                | 8.6        | 6.4        | 77.8         | 83.5         | 86.6         |

Fonte: per i dati relativi ai singoli paesi, Commissione europea, *Autumn Forecast* 2010. Per le medie relative all'area dell'euro, Commissione europea, *Autumn Forecast* 2010 ed elaborazioni su dati degli aggiornamenti dei Programmi di stabilità.

## Indicatori macroeconomici (1) (in percentuale del PIL)

|               | Amministrazioni pubbliche<br>2009 |                                 |              | Debito privato<br>1° trimestre 2010 (2) |                            | Posizione verso l'estero<br>2009  |                                   |
|---------------|-----------------------------------|---------------------------------|--------------|-----------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
|               | Indebitamento<br>netto            | Indebitamento<br>netto primario | Debito       | Famiglie                                | Imprese non<br>finanziarie | Saldo di<br>parte<br>corrente (3) | Posizione<br>finanziaria<br>netta |
| <b>Italia</b> | <b>5,3</b>                        | <b>0,6</b>                      | <b>116,0</b> | <b>44,3</b>                             | <b>83,8</b>                | <b>-3,2</b>                       | <b>-19,3</b>                      |
| Germania      | 3,0                               | 0,4                             | 73,4         | 62,2                                    | 66,1                       | 5,0                               | 37,3                              |
| Francia       | 7,5                               | 5,2                             | 78,1         | 53,7                                    | 107,7                      | -1,9                              | -12,5                             |
| Spagna        | 11,1                              | 9,4                             | 53,2         | 85,7                                    | 139,7                      | -5,1                              | -92,1                             |
| Grecia        | 15,4                              | 10,1                            | 126,8        | 52,4                                    | 70,0                       | -10,0                             | -84,0                             |
| Portogallo    | 9,3                               | 6,5                             | 76,1         | 96,8                                    | 162,8                      | -7,5                              | -108,7                            |
| Irlanda       | 14,4                              | 12,2                            | 65,5         | 118,0                                   | 210,0                      | -3,8                              | -98,4                             |
| Area euro     | 6,3                               | 3,4                             | 79,2         | 65,4                                    | 102,9                      | -0,5                              | -16,2                             |
| Regno Unito   | 11,4                              | 9,3                             | 68,2         | 100,5                                   | 117,5                      | -1,0                              | -19,7                             |

Fonti: Commissione europea, *Autumn Forecast* 2010.

(1) Per il debito pubblico e privato e per la posizione finanziaria netta sull'estero, dati di fine periodo. – (2) Dati non consolidati. Per il Portogallo dati di fine 2009. Per il Regno Unito dati riferiti al 2° trimestre 2010. – (3) Saldo di conto corrente e conto capitale.



## Proposte di riforma della Commissione europea

|                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Patto di stabilità e crescita: parte preventiva</b><br>(emendamenti al Regolamento No. 1466/97) | <u>Politica di bilancio "prudente"</u> : quella caratterizzata da una crescita degli esborsi non superiore a una stima conservativa del tasso di crescita di medio periodo. Questa regola si affianca a quelle esistenti in materia di obiettivi di medio termine e di aggiustamento minimo annuo dello 0,5% del PIL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Patto di stabilità e crescita: parte correttiva</b><br>(emendamenti al Regolamento No. 1467/97) | <u>Criterio del debito</u> : regola numerica per valutare l'adeguatezza del processo di riduzione ai fini dell'applicazione della Procedura per i disavanzi eccessivi. Gli Stati membri il cui debito supera il 60 per cento del PIL dovranno adottare misure per ridurlo di 1/20 della differenza rispetto a tale soglia nel corso degli ultimi tre anni.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Sanzioni</b><br>(nuovo Regolamento)                                                             | Si applicano solo ai paesi dell'area dell'euro.<br><u>Parte preventiva</u> : (in caso di deviazioni dalla politica di bilancio "prudente"): deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL (a meno di un voto contrario da parte della maggioranza qualificata del Consiglio).<br><u>Parte correttiva</u> : (in caso di disavanzo eccessivo): (1) deposito infruttifero 0,2% del PIL; (2) trasformato in una multa se lo Stato membro è riconosciuto inadempiente rispetto all'obbligo di correggere entro un termine predefinito il disavanzo eccessivo. Entrambe le sanzioni sono adottate a meno di un voto contrario da parte della maggioranza qualificata del Consiglio. |
| <b>Sistemi di bilancio nazionali</b><br>(nuova Direttiva)                                          | Complementari rispetto alle regole europee. Requisiti minimi definiti a livello europeo per contabilità, produzione di statistiche, previsioni, regole numeriche, orientamento al medio termine.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Squilibri macroeconomici: prevenzione e correzione</b><br>(nuovo Regolamento)                   | <u>Parte preventiva</u> : sulla base di alcuni indicatori ( <i>scoreboard</i> ), la Commissione analizza gli andamenti macroeconomici producendo rapporti approfonditi. In caso di squilibri, la Commissione informa il Consiglio che rivolge una Raccomandazione al paese in questione.<br><u>Parte correttiva</u> : Procedura per gli squilibri eccessivi nel caso di gravi squilibri.                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Squilibri macroeconomici: sanzioni</b><br>(nuovo Regolamento)                                   | Solo per i paesi dell'area dell'euro, una multa annua pari allo 0,1% del PIL se lo Stato persiste nel non adottare adeguate misure correttive.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

## Ipotesi delle simulazioni

| Crescita economia      | Obiettivi di bilancio                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        | "Regola sul debito"                                                                                                                                                                                             | "Pareggio di bilancio"                                                                                                                                                                                          |
| <b>"Alta" crescita</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2% tasso di crescita reale del PIL dal 2012</li> <li>applicazione della regola europea a partire dal triennio 2013-15. Il 2016 è il primo anno di valutazione</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2% tasso di crescita reale del PIL dal 2012</li> <li>raggiungimento del pareggio di bilancio entro il 2016. Il pareggio viene mantenuto negli anni successivi</li> </ul> |
| <b>Bassa crescita</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>1% tasso di crescita reale del PIL dal 2012</li> <li>applicazione della regola europea a partire dal triennio 2013-15. Il 2016 è il primo anno di valutazione</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1% tasso di crescita reale del PIL dal 2012</li> <li>raggiungimento del pareggio di bilancio entro il 2016. Il pareggio viene mantenuto negli anni successivi</li> </ul> |

### Correzione di bilancio richiesta dall'applicazione delle due regole alternative (in percentuale del PIL)

|                            |                         |           | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2020  | Δ (2010-20) |
|----------------------------|-------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| crescita<br>2% dal<br>2012 | pareggio di<br>bilancio | disavanzo | 5,0   | 3,9   | 2,7   | 2,2   | 1,5   | 0,7   | 0,0   | 0,0   |             |
|                            |                         | debito    | 118,5 | 119,2 | 117,5 | 115,2 | 112,4 | 108,8 | 104,7 | 89,8  | -28,7       |
|                            | regola sul<br>debito    | disavanzo | 5,0   | 3,9   | 2,7   | 2,2   | 1,6   | 1,6   | 1,7   | 1,8   |             |
|                            |                         | debito    | 118,5 | 119,2 | 117,5 | 115,2 | 112,5 | 109,9 | 107,4 | 98,6  | -19,9       |
| crescita<br>1% dal<br>2012 | pareggio di<br>bilancio | disavanzo | 5,0   | 3,9   | 2,7   | 2,2   | 1,5   | 0,7   | 0,0   | 0,0   |             |
|                            |                         | debito    | 118,5 | 119,2 | 118,6 | 117,4 | 115,5 | 113,0 | 109,8 | 97,8  | -20,7       |
|                            | regola sul<br>debito    | disavanzo | 5,0   | 3,9   | 2,7   | 2,2   | 0,5   | 0,5   | 0,6   | 0,8   |             |
|                            |                         | debito    | 118,5 | 119,2 | 118,6 | 117,4 | 114,5 | 111,8 | 109,2 | 100,1 | -18,4       |

Nota: I dati relativi al 2010-11 e quelli relativi al 2012-13 nello scenario di crescita al 2 per cento, riportano le stime del Governo pubblicate in settembre nella DFP.

### Tassi di crescita (reali) della spesa primaria corrente (variazioni percentuali)

|                         |                         | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2010-16<br>cumulato | 2016-20<br>cumulato |
|-------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|---------------------|---------------------|
| crescita 2% dal<br>2012 | pareggio di<br>bilancio | -1,3 | -0,5 | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 0,5  | 0,1                 | 10,0                |
|                         | regola sul<br>debito    | -1,3 | -0,5 | 0,6  | 0,7  | 2,4  | 2,3  | 4,2                 | 9,5                 |
| crescita 1% dal<br>2012 | pareggio di<br>bilancio | -1,3 | -1,6 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,6 | -5,3                | 5,4                 |
|                         | regola sul<br>debito    | -1,3 | -1,6 | -0,6 | -3,2 | 1,5  | 1,4  | -3,8                | 5,6                 |

## Scomposizione della spesa primaria per categorie funzionali (COFOG)

(in percentuale del PIL)

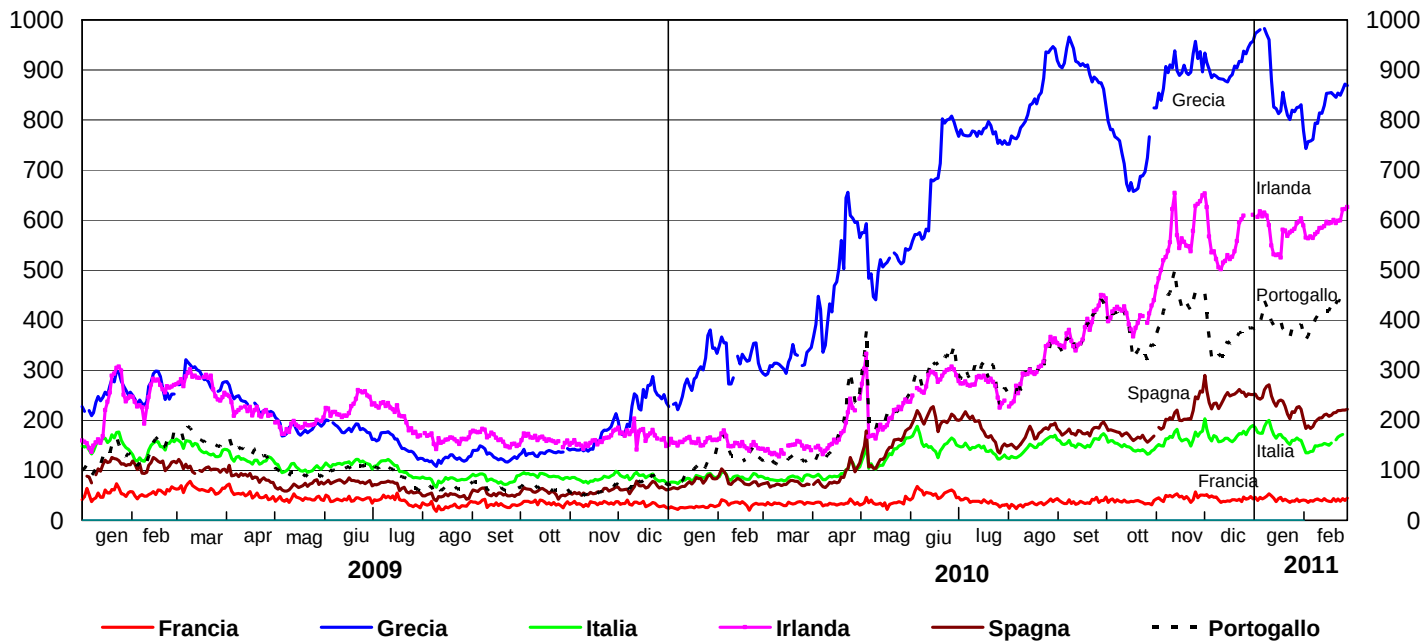
|                        | Spesa<br>in conto<br>capitale | Spese<br>primarie<br>correnti al<br>netto di<br>Protezione<br>sociale,<br>Sanità e<br>Istruzione | Spese<br>primarie al<br>netto di<br>Protezione<br>sociale,<br>Sanità e<br>Istruzione | Servizi<br>pubblici<br>generali al<br>netto degli<br>interessi sul<br>debito<br>pubblico | Difesa     | Ordine<br>pubblico<br>e<br>sicurezza | Affari<br>economici | Protezione<br>ambientale | Abitazioni<br>e assetto<br>territoriale | Attività<br>ricreative,<br>culturali e<br>di culto | Per memoria: |            |                       |
|------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------|--------------------------------------|---------------------|--------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------|------------|-----------------------|
|                        |                               |                                                                                                  |                                                                                      |                                                                                          |            |                                      |                     |                          |                                         |                                                    | Sanità       | Istruzione | Protezione<br>sociale |
|                        |                               |                                                                                                  |                                                                                      | (01)'                                                                                    | (02)       | (03)                                 | (04)                | (05)                     | (06)                                    | (08)                                               | (07)         | (09)       | (10)                  |
| Area euro (esclusa IT) | 3,8                           | 9,5                                                                                              | 13,3                                                                                 | 3,6                                                                                      | 1,2        | 1,6                                  | 3,9                 | 0,8                      | 1,1                                     | 1,2                                                | 6,9          | 4,9        | 18,8                  |
| Belgio                 | 2,8                           | 12,3                                                                                             | 15,1                                                                                 | 4,7                                                                                      | 1,1        | 1,7                                  | 5,4                 | 0,6                      | 0,3                                     | 1,2                                                | 7,4          | 5,9        | 17,8                  |
| Germania               | 2,8                           | 8,0                                                                                              | 10,8                                                                                 | 2,8                                                                                      | 1,0        | 1,6                                  | 3,5                 | 0,6                      | 0,7                                     | 0,7                                                | 6,6          | 3,9        | 19,7                  |
| Irlanda                | 7,0                           | 6,8                                                                                              | 13,8                                                                                 | 1,8                                                                                      | 0,5        | 1,8                                  | 5,3                 | 1,3                      | 2,4                                     | 0,7                                                | 7,8          | 5,3        | 13,7                  |
| Spagna                 | 5,3                           | 9,5                                                                                              | 14,9                                                                                 | 3,1                                                                                      | 1,0        | 2,0                                  | 5,1                 | 1,0                      | 1,0                                     | 1,7                                                | 6,1          | 4,6        | 13,9                  |
| Francia                | 4,2                           | 10,3                                                                                             | 14,5                                                                                 | 4,2                                                                                      | 1,8        | 1,2                                  | 2,8                 | 0,9                      | 1,9                                     | 1,5                                                | 7,8          | 5,8        | 21,8                  |
| <b>Italia</b>          | 3,7                           | 10,0                                                                                             | <b>13,7</b>                                                                          | <b>3,9</b>                                                                               | <b>1,5</b> | <b>1,9</b>                           | <b>4,2</b>          | <b>0,6</b>               | <b>0,8</b>                              | <b>0,8</b>                                         | <b>7,1</b>   | <b>4,6</b> | <b>18,8</b>           |
| Paesi Bassi            | 4,0                           | 12,5                                                                                             | 16,5                                                                                 | 5,2                                                                                      | 1,3        | 1,8                                  | 4,9                 | 0,8                      | 1,1                                     | 1,3                                                | 6,0          | 5,2        | 16,1                  |
| Austria                | 3,1                           | 10,3                                                                                             | 13,3                                                                                 | 3,9                                                                                      | 1,0        | 1,5                                  | 4,9                 | 0,4                      | 0,6                                     | 1,0                                                | 7,7          | 5,3        | 20,0                  |
| Portogallo             | 2,8                           | 10,4                                                                                             | 13,3                                                                                 | 4,0                                                                                      | 1,4        | 2,0                                  | 4,5                 | 0,5                      | -0,3                                    | 1,0                                                | 6,4          | 6,0        | 17,5                  |
| Svezia                 | 3,3                           | 12,7                                                                                             | 16,0                                                                                 | 5,9                                                                                      | 1,5        | 1,4                                  | 5,0                 | 0,4                      | 0,7                                     | 1,0                                                | 7,0          | 6,9        | 21,5                  |
| Regno Unito            | 5,1                           | 10,4                                                                                             | 15,5                                                                                 | 2,2                                                                                      | 2,5        | 2,6                                  | 4,8                 | 0,9                      | 1,3                                     | 1,1                                                | 7,4          | 6,3        | 15,9                  |

Fonti: Eurostat, per l'Italia si riportano i dati ISTAT; per la spesa in conto capitale e la spesa primaria corrente Ameco, per l'Italia si riportano i dati ISTAT. I dati si riferiscono al 2008.

Nota: le mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

**Fig. 1**

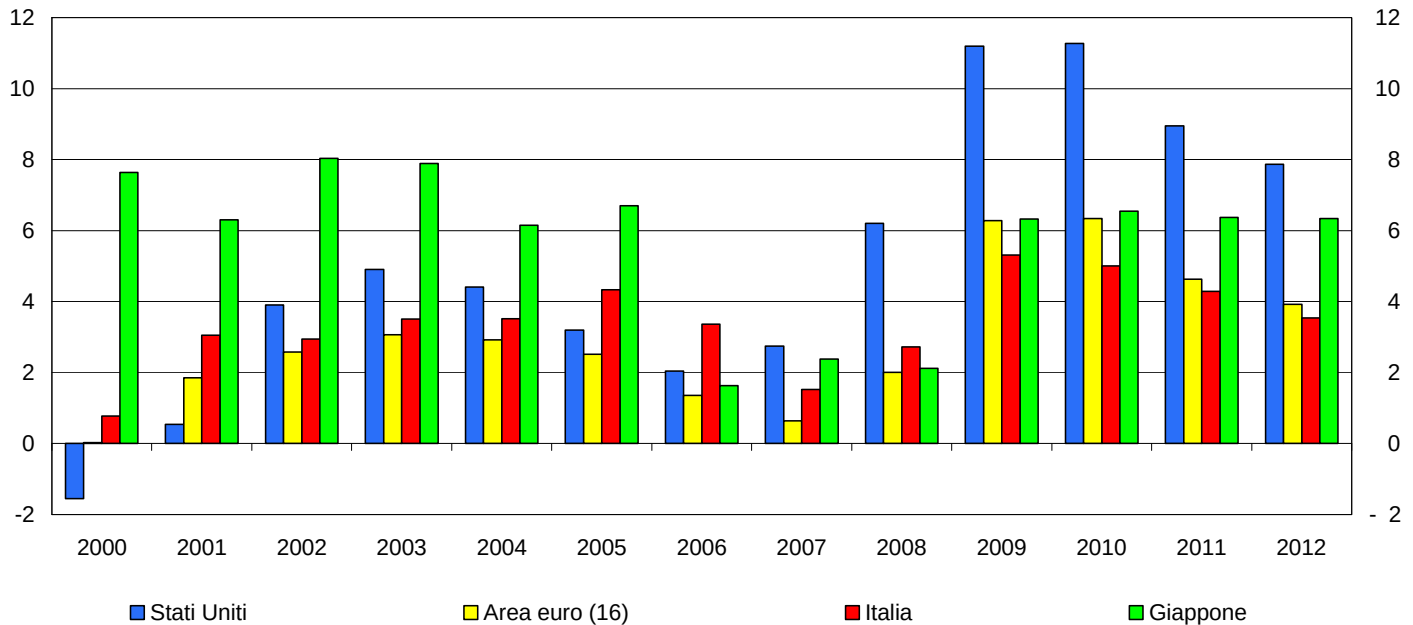
### Differenziali di rendimento a 10 anni rispetto alla Germania (in punti base)



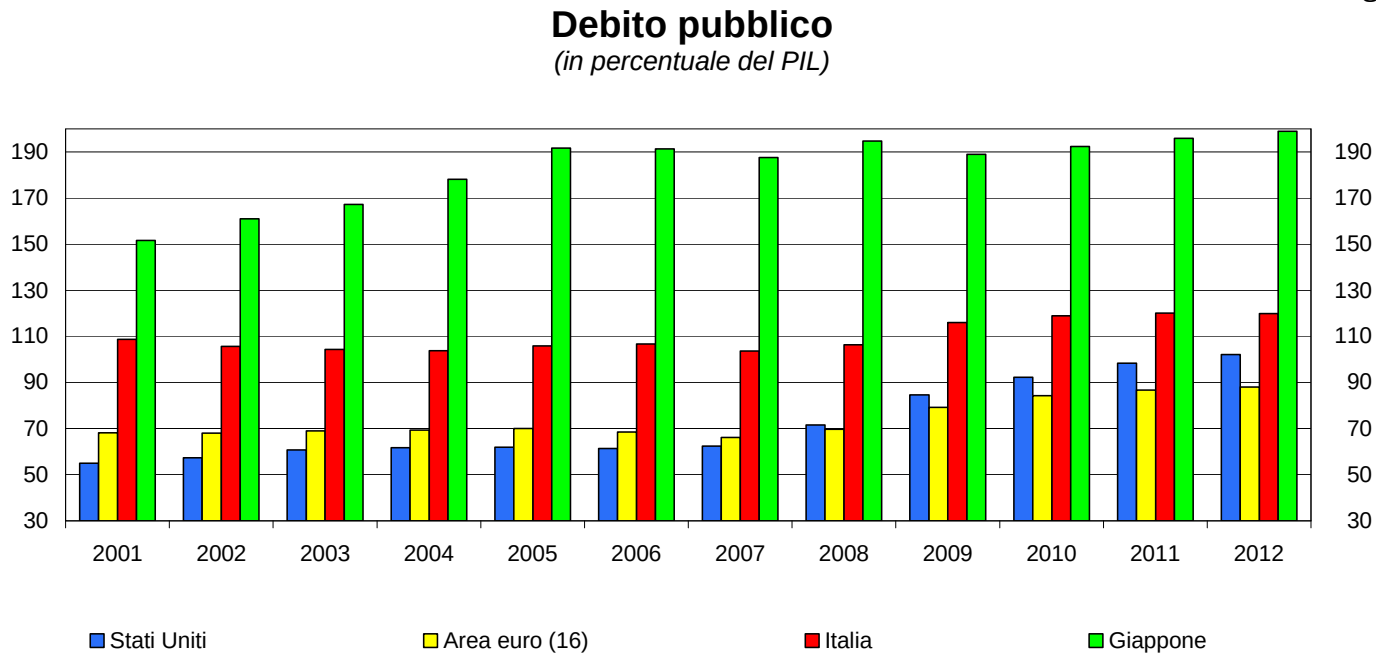
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. L'ultimo dato si riferisce al 28 febbraio 2011.

**Fig. 2**

### Indebitamento netto (in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea, Ameco.

**Fig. 3**

Fonte: Commissione europea, Ameco.

**Fig. 4**