



**SAPIENZA**  
UNIVERSITÀ DI ROMA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE**  
**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO PUBBLICO, COMPARATO E**  
**INTERNAZIONALE**  
**CURRICULUM IN DIRITTO PUBBLICO DELL'ECONOMIA**  
**XXXII CICLO FORMATIVO**  
**Anno accademico 2018-2019**

**TESI DI DOTTORATO**

**Eurozona e debito pubblico:**  
**gli eurobond come strumento di integrazione politico-istituzionale**

*Coordinatore*

Ch.mo Prof. Fabio **GIGLIONI**

*Tutor Scientifico*

Ch.mo Prof. Domenico **SICLARI**

*Dottorando*

Dott. Pietro **RACCA**

*“Ciò che oggi sarebbe necessario è un umanesimo militante, un umanesimo che scopra la propria virilità e si saturi della convinzione che il principio della libertà, della tolleranza e del dubbio non deve lasciarsi sfruttare e sorpassare da un fanatismo che è senza vergogna e senza dubbi. Se l’umanesimo europeo è diventato incapace di una gagliarda rinascita delle sue idee; se non è più in grado di rendere la propria anima consapevole di sé stessa in una pugnace alacrità di vita, andrà in rovina e ci sarà una Europa, il cui nome non sarà più che un’espressione storica e da cui sarebbe meglio rifugiarsi nella neutralità fuori del tempo”.*

*Thomas Mann, “Attenzione, Europa!”*

*“L’esperienza dimostra che, ad onta della cura estrema che poniamo nella scelta del successore, gli imperatori mediocri sono sempre più frequenti e che per ogni secolo c’è almeno un insensato sul trono. In tempo di crisi la burocrazia perfettamente organizzata potrà seguitare a sbrigare l’essenziale e colmare l’interregno, a volte lungo, tra un principe saggio ed un altro. Certi imperatori si trascinano dietro cortei di barbari in catene, processioni interminabili di vinti. Ben altro è il mio seguito: è l’eletta schiera di funzionari che ho inteso formare”.*

*Marguerite Yourcenar, “Memorie di Adriano”*

*Ringrazio il Prof. Domenico Siclari, ordinario di diritto dell'economia e dei mercati finanziari presso l'Università "La Sapienza" di Roma, per avermi indirizzato e seguito nell'attività di ricerca durante i tre anni di dottorato.*

*Ringrazio, inoltre, per i preziosi suggerimenti, il Dott. Davide Iacovoni, direttore generale della direzione del Debito pubblico del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, nonché il Dott. Paolo Fagiolo, il Dott. Fabrizio Tesseri e la Dott.ssa Federica Verani, dirigenti rispettivamente dell'Ufficio I, dell'Ufficio II e dell'Ufficio III della direzione del Debito pubblico.*

*Ringrazio, infine, i miei genitori per quello che mi hanno insegnato.*

## **ABSTRACT (IT)**

*Gli eurobond non sono un tema nuovo. Sono presenti nella letteratura economica, meno in quella giuridica, da oltre trent'anni, con denominazioni che spesso mutano a seconda delle formulazioni proposte. Rientrano in quella categoria di idee che hanno valore non solo sotto il profilo della tecnica finanziaria o della finanza pubblica, ma anche perché rappresentano un primo passo verso la realizzazione di un'unione politica dell'Europa. I favorevoli vedono in questo tipo di proposte non solo una risposta alla crisi attraverso il finanziamento degli investimenti pubblici, ma anche la costruzione di una politica fiscale europea da affiancare a quella monetaria della Banca centrale europea. Gli scettici pongono, invece, l'accento sui tempi troppo lunghi che tali proposte richiederebbero per essere attuate e sul consenso non unanime che esse riscuotono da parte dei Paesi dell'Eurozona. L'introduzione degli eurobond presenta, infatti, ostacoli legali e distributivi. Quelli legali hanno a che fare, in particolare, con l'articolo 125 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE), che dispone il divieto di salvataggio da parte dell'Unione a favore di un Paese membro in difficoltà e, in particolare, vieta a ciascuno Stato membro di rispondere o di subentrare nei debiti di altri Stati membri (cosiddetta "clausola di no bail out"). Gli ostacoli distributivi sono legati alle modalità di partecipazione dei Paesi membri alle emissioni congiunte dei titoli del debito europeo in termini di risorse finanziarie e ai timori dei Paesi virtuosi del Nord Europa di dover fornire un contributo maggiore rispetto ai Paesi meno virtuosi del Sud Europa.*

*La tesi affronta, innanzitutto, il tema della fragilità della costruzione europea, che dipende essenzialmente dall'aver creato – contrariamente a quanto avvenuto nella storia dei popoli – “una moneta senza Stato”. Questa circostanza ha condotto, alla fine del 2009, alla crisi dell'euro e dei debiti sovrani. Per rimediare a tale fragilità istituzionale, bisognerebbe por mano a una serie di riforme come il rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza, il completamento dell'unione bancaria, l'approfondimento dell'unione del mercato dei capitali, l'allargamento del bilancio europeo e l'accentramento delle politiche fiscali nazionali. Tra queste riforme rientra anche quella di dar vita all'emissione congiunta di debito sovrano a livello di Eurozona, o, in alternativa, a schemi che non prevedono la mutualizzazione del debito. Al riguardo, la ricerca prende in esame l'esistenza di eventuali basi giuridiche per emettere un debito federale dell'Unione europea, distinto dal debito degli Stati membri o, in alternativa, per procedere alla mutualizzazione dei debiti degli Stati membri.*

*La tesi passa, poi, in rassegna le varie proposte avanzate in tema di eurobond, classificandole in due gruppi principali, a seconda che prevedano o meno la mutualizzazione del debito. Nell'ambito delle proposte che si basano sulla mutualizzazione del debito rientrano gli eurobond in senso stretto, gli union bond, gli stability bond, le obbligazioni blu e rosse. Tali proposte, in quanto fondate sulla mutualizzazione del debito, non sono compatibili con l'articolo 125 del TFUE e richiederebbero pertanto la sua modifica. Nel secondo gruppo di proposte – che non contemplan la mutualizzazione del debito e pertanto non richiedono la modifica del TFUE – rientrano il programma PADRE (Politically Acceptable Debt Restructuring in Europe), il Fondo di ammortamento del debito a livello europeo (European Redemption Fund), gli European Safe Bond - ESB (acronimo inglese di “Titoli europei sicuri”), i Sovereign Bond Backed Securities - SBBS (acronimo inglese di “Titoli garantiti da obbligazioni sovrane”).*

*La ricerca esplora i possibili approcci alla prosecuzione del progetto europeo: la via della riduzione del rischio (risk-reduction), la via della condivisione del rischio (risk-sharing), la via della sintesi tra riduzione e condivisione del rischio. Quest'ultima via appare a chi scrive come l'unica politicamente percorribile. La stessa unione monetaria si è realizzata come combinazione tra i due approcci: il processo di convergenza delle finanze pubbliche (risk reduction) ha condotto alla creazione di un'unica banca centrale con il compito di mettere in atto un'unica politica monetaria e del cambio (risk sharing). Vi è però la necessità per l'Italia di fare la propria parte invertendo la traiettoria del rapporto debito-Pil attraverso un serio e rigoroso piano pluriennale di rientro dal debito (risk reduction), per acquisire, agli occhi dei principali partner europei, quella credibilità necessaria per convincerli a dar vita a un vero e proprio debito federale europeo (risk sharing). Gli eurobond non sono l'unico mezzo per raggiungere la finalità di una unificazione politica dell'Europa ma hanno il pregio di mettere insieme l'approccio funzionalista dei passi gradualisti con quello federalista della meta finale. Analogamente a quanto avvenuto nella storia di alcuni popoli (in particolare negli Stati Uniti d'America) in cui il processo di unificazione dei debiti ha segnato la nascita dello Stato, anche nel vecchio continente l'europeizzazione del debito degli Stati membri, al di là della valenza in termini di finanza pubblica, potrebbe assurgere a un vero e proprio atto "costitutivo" di un futuro Stato federale europeo.*

*Sotto il profilo metodologico, la ricerca è stata condotta attraverso la strumentazione propria dell'analisi economica del diritto, nella consapevolezza che il mercato – vale a dire il meccanismo economico che orienta il comportamento di individui e gruppi – da solo non è sufficiente ma ha bisogno di regole per poter funzionare. Anzi, se ben regolato, il mercato può essere fattore di sviluppo e di benessere. Questo ragionamento vale anche per il mercato comune e per la moneta unica europea, che da soli non bastano più. Come si è tentato di mostrare in questo lavoro, anche l'Eurozona, per poter sopravvivere e progredire, ha bisogno di un adeguamento delle proprie istituzioni che passa anche attraverso l'emissione congiunta di debito sovrano. Coerentemente con tale impostazione, l'indagine cerca di avere un approccio critico al tema degli eurobond, tentando di analizzarne i singoli aspetti con indipendenza di giudizio. La stesura dei capitoli e dei singoli paragrafi è stata preceduta da un lavoro di documentazione e consultazione di testi, riviste specializzate e articoli. Le conoscenze teoriche acquisite e le idee maturate sono state verificate sul campo, grazie ad un confronto diretto con i dirigenti che, nell'ambito del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, hanno la responsabilità dell'emissione e della gestione del debito pubblico italiano. Chi scrive lavora presso la direzione del Debito pubblico del Dipartimento del Tesoro; cionondimeno, le opinioni che qui esprime sono personali e non rappresentano o impegnano in alcun modo l'amministrazione di appartenenza.*

*Alla luce delle considerazioni svolte, si ritiene che davvero gli eurobond possano spingere l'Eurozona verso una maggiore integrazione politico-istituzionale. L'analisi economica e giuridica può dare il proprio contributo alla comprensione della questione, ma la scelta dei passi da compiere in concreto spetta alle leadership politiche europee in quanto investite del consenso popolare. Il ricercatore può esporre gli effetti che derivano dall'adozione di una particolare misura o di uno specifico strumento. Oltre non può andare.*

## **ABSTRACT (EN)**

*Eurobonds are not a new topic. They have been present in the economic literature, less in the legal literature, for thirty years, with denominations which change according to the proposed formulations. They are relevant not only in terms of financial economics or public finance, but also because they represent a first step towards the realization of a political union of Europe. Those in favor look at eurobonds not only as a response to the crisis through the financing of public investments, but also as a tool to build up a European fiscal policy in addition to the monetary policy of the European Central Bank. On the contrary, the skeptics underline the fact that such proposals would require too much time to be implemented and the fact that they have short consent in the Eurozone countries. The introduction of eurobonds presents legal and distributive barriers. The legal barriers are linked to the Article 125 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU), which provides for so-called “no bail out clause” (“A Member State shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public under takings of another Member State”). The distributive obstacles, on the other hand, are linked to the way in which Member States could participate in joint issuance of European debt securities. In particular, the virtuous countries of Northern Europe are afraid that they would pay a greater share than the less virtuous countries of the Southern Europe.*

*First of all, the thesis analyzes the fragility of the European institutions, which depends essentially on having created – contrary to what has happened in the history of peoples – “a currency without a State”. In the end of 2009, this fragility led Europe to the crisis of euro and sovereign debts. To face this fragility, some institutional reforms should be carried out, such as the strengthening of the role of the European Central Bank as a lender of last resort, the completion of the banking union, the deepening of the capital market, the enlargement of the European budget and the centralization of national fiscal policies. These reforms also include the joint issuance of sovereign debts of Eurozone Member States. In this regard, the research examines the existence of possible legal bases for issuing a federal debt of the European Union, different from the debt of the Member States or, alternatively, for joint issuing the debt securities of the Member States.*

*Secondly, the thesis examines the various proposals of eurobonds, classifying them in two main groups. The first group, based on the joint issuance of debt, includes eurobonds in the strict sense, union bonds, stability bonds, blue and red bonds. These proposals, being based on the joint issuance of debt, are contrary to Article 125 of the TFEU and therefore would require its modification. The second group of proposals – which do not contemplate the joint issuance of debt and therefore do not require the modification of the TFEU – include the PADRE program (Politically Acceptable Debt Restructuring in Europe), the European Redemption Debt Fund, the European Safe Bonds, the Sovereign Bond Backed Securities.*

*Thirdly, the research explores the possible approaches to the continuation of the European project: the risk-reduction path, the risk-sharing path, the synthesis between risk reduction and risk sharing. This third path seems to be the only politically feasible. As we know, also the monetary union was realized as a combination of the two approaches: the process of convergence of public finances (risk reduction) led to the creation of a single central bank with the task of*

*managing a single monetary policy (risk sharing). However, Italy has to reverse the trend of the debt-to-GDP ratio through a serious and rigorous long-term debt reduction plan (risk reduction), in order to convince the main European partners to issue European federal debt (risk sharing). Eurobonds are not the only tool to achieve the goal of a political unification of Europe but they have the merit of putting together the functionalist approach based on the gradual steps with the federalist approach based on the final goal. Similarly to what has happened in the history of some peoples, such as the United States of America, where the process of unification of debt of the single States has marked the birth of the federal State, even in Europe the consolidation of debt of the Member States might be a constitutive act of the United States of Europe.*

*Methodologically, the research is based on the economic analysis of law. According to this view, market – the economic mechanism which guides the behavior of individuals and groups – is not enough but needs good regulation. Indeed, if it is well regulated, market may be a factor of development and welfare. This way of thinking is also valid for the European single market and for the euro, which are no longer enough. As we have tried to show in this work, also the Eurozone institutions need a deep reform – including the joint issuance of sovereign debt – for their surviving and progress.*

*This work tries to have a critical approach to the topic of eurobonds. The theoretical knowledge and ideas have been checked thanks to a direct dialogue with managers who, within the Treasury Department of the Ministry of the Economy and Finance, are responsible for issuance and management of the Italian public debt. The author of this research works in the Public Debt Directorate at Treasury Department; nevertheless his opinions are personal and do not represent the Treasury Department.*

*For these considerations, eurobonds might really push the Eurozone towards a greater political and institutional integration. The economic and legal analysis may give its contribution to the debate, but the actual choices are up to the European policy-makers.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>10</b>
<b>CAPITOLO I – L’EUROZONA E I DIFFICILI PASSI VERSO UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE</b> .....	<b>26</b>
1.1 - PREMESSA .....	26
1.2 - UN PO’ DI STORIA .....	29
1.2.1 - <i>Dal mercato comune alla moneta unica</i> .....	29
1.2.2 - <i>Una moneta senza Stato</i> .....	34
1.2.3 - <i>La crisi dell’euro e dei debiti sovrani</i> .....	38
1.3 - LE RIFORME DA COMPIERE VERSO UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE .....	48
1.4 - IL RAFFORZAMENTO DEL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA COME PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA .....	50
1.5 - IL COMPLETAMENTO DELL’UNIONE BANCARIA .....	57
1.5.1 - <i>Gli obiettivi dell’unione bancaria</i> .....	57
1.5.2 - <i>Il codice unico europeo (Single Rulebook)</i> .....	60
1.5.3 - <i>La vigilanza bancaria unica (primo pilastro)</i> .....	61
1.5.4 - <i>La risoluzione unica delle crisi bancarie (secondo pilastro)</i> .....	62
1.5.5 - <i>La protezione europea dei depositanti (terzo pilastro)</i> .....	64
1.6 - L’APPROFONDIMENTO DELL’UNIONE DEL MERCATO DEI CAPITALI .....	66
1.6.1 - <i>Gli obiettivi</i> .....	66
1.6.2 - <i>Le misure normative approvate</i> .....	68
1.6.3 - <i>Le proposte in sospeso</i> .....	69
1.7 - L’ACCENTRAMENTO A LIVELLO EUROPEO DELLE POLITICHE DI BILANCIO.....	71
1.7.1 - <i>L’albero “storto” di Maastricht</i> .....	71
1.7.2 - <i>Il federalismo fiscale all’insù</i> .....	72
1.7.3 - <i>Lo stato dell’arte del bilancio europeo</i> .....	77
1.7.4 - <i>La necessità di un allargamento del bilancio europeo</i> .....	78
1.7.5 - <i>La riluttanza degli Stati a cedere sovranità fiscale</i> .....	80
<b>CAPITOLO II - LE BASI GIURIDICHE PER UN DEBITO EUROPEO</b> .....	<b>82</b>
2.1 - PREMESSA .....	82
2.2 - LE REGOLE FISCALI NEL DIRITTO DEI TRATTATI .....	84
2.3 - LE NORME DEL TFUE RILEVANTI PER UN DEBITO PUBBLICO EUROPEO .....	89
2.4 - LE NORME DEL TFUE RILEVANTI PER IL DEBITO PUBBLICO DEGLI STATI MEMBRI .....	91
2.4.1 - <i>Il divieto di monetizzazione del debito (articolo 123 del TFUE)</i> .....	92
2.4.2 - <i>Il divieto di salvataggio esterno (articolo 125 del TFUE)</i> .....	96
2.4.3 - <i>Il divieto di disavanzo eccessivo (articolo 126 del TFUE)</i> .....	100
<b>CAPITOLO III - I POSSIBILI APPROCCI AL DEBITO EUROPEO: MUTUALIZZAZIONE VERSUS NON MUTUALIZZAZIONE</b> .....	<b>105</b>
3.1 - PREMESSA .....	105
3.2 - LE PROPOSTE FONDATE SULLA MUTUALIZZAZIONE DEL DEBITO .....	107
3.2.1 - <i>Scenario di alta mutualizzazione: eurobond in senso stretto</i> .....	111
3.2.2 - <i>Scenario di media mutualizzazione: union bond</i> .....	113
3.2.3 - <i>Scenario di bassa mutualizzazione: stability bond</i> .....	116
3.2.4 - <i>Obbligazioni blu e rosse</i> .....	118
3.3 - LE PROPOSTE ALTERNATIVE ALLA MUTUALIZZAZIONE DEL DEBITO .....	123
3.3.1 - <i>Il programma PADRE</i> .....	123
3.3.2 - <i>Il Fondo europeo per il rimborso del debito (European Redemption Fund)</i> .....	126



3.3.3 - I titoli sintetici sicuri: <i>European Safe Bond (ESB)</i> .....	130
3.3.4 - I surrogati degli eurobond: <i>Sovereign Bond Backed Securities (SBBS)</i> .....	136
<b>CAPITOLO IV – UNA VIA PERCORRIBILE PER IL DEBITO EUROPEO: UN RAGIONEVOLE EQUILIBRIO TRA RIDUZIONE E CONDIVISIONE DEL RISCHIO.....</b>	<b>141</b>
4.1 - PREMessa .....	141
4.2 - LA VIA DELLA RIDUZIONE DEI RISCHI (VISIONE EUROBALTICA).....	146
4.3 - LA VIA DELLA CONDIVISIONE DEI RISCHI (VISIONE EUROMEDITERRANEA).....	149
4.4 - LA VIA DELLA SINTESI TRA <i>RISK REDUCTION</i> E <i>RISK SHARING</i> .....	153
4.5 - UN PIANO CREDIBILE DI RIENTRO DAL DEBITO IN ITALIA .....	156
4.6 - L'ASSESTAMENTO DI BILANCIO E LA NOTA DI AGGIORNAMENTO AL DEF 2019 .....	161
4.7 - UN'EUROPA A PIÙ VELOCITÀ .....	166
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>172</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>184</b>

## INTRODUZIONE

Gli eurobond non sono un tema nuovo. Sono presenti nella letteratura economica, meno in quella giuridica, da oltre trent'anni, con denominazioni che spesso cambiano e con esse le tipologie di queste “obbligazioni europee”<sup>1</sup>. Nel dibattito pubblico appaiono e scompaiono con un andamento tipico da fenomeno carsico. Ogni tanto qualcuno se ne impadronisce, ne fa la bandiera di una battaglia ideologica contingente, dopodiché il tema sparisce improvvisamente dalle cronache, pronto a riaffiorare successivamente<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Il tema degli eurobond e della possibilità di dar vita a un debito europeo, distinto dal debito degli Stati membri, è stato affrontato più dagli economisti che dai giuristi. A una vasta letteratura economica fa da contraltare una scarsa letteratura giuridica.

Per gli aspetti più squisitamente economici si rinvia a: L. BINI SMAGHI, M. MARCUSSEN, *Strengthening the euro area Architecture. A proposal for Purple bonds*, SUERF Policy Note, n. 35, maggio 2018; S. CAPALDO, C. MANENTI, *Una proposta realistica di eurobond*, Intesa San Paolo Servizio Studi e Ricerche, 8 settembre 2011; M. MONTI, *Una nuova strategia per il mercato unico. Rapporto al Presidente della Commissione europea*, 9 maggio 2010.

Per i profili giuridici si rimanda a: F. CAPRIGLIONE, A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, UTET, Milano, 2014; F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea*, CEDAM, Padova, 2015; A. CRISMANI, *Il problema della gestione del debito pubblico*, in L.C. CADEDDU (a cura di), *Il coordinamento dinamico della finanza pubblica*, Jovene, Napoli, 2011; F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'Unione europea*, Associazione Italiana Costituzionalisti, 31 maggio 2013; J. ZILLER, *Le basi giuridiche per un debito pubblico europeo*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo?*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012.

<sup>2</sup> Recentemente il Governo italiano ha ripreso con vigore l'idea di introdurre gli eurobond. Nella lettera del 19 giugno 2019, in risposta ai rilievi mossi dalla Commissione europea intenzionata ad aprire nei confronti dell'Italia una procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo, così scrive il Presidente del Consiglio Giuseppe Conte: “*Reputo urgente introdurre un sistema efficace di eurobond, perché la storia ci ha insegnato che un'unione monetaria priva di uno strumento di mutualizzazione non è sostenibile nel lungo periodo. In vista di questo obiettivo, si può partire con uno schema transitorio, che non preveda trasferimento di risorse tra Paesi membri*”.

Gli eurobond rientrano in quella categoria di idee che hanno interesse non solo e non tanto sotto il profilo della tecnica finanziaria o della finanza pubblica, quanto per il fatto di rappresentare i primi passi strutturali verso la realizzazione di un'unione politica dell'Europa. I più ambiziosi vedono in questo tipo di proposte non solo una risposta difensiva alla crisi, ma la costruzione di un germe di politica fiscale europea da affiancare a quella monetaria della Banca centrale europea<sup>3</sup>.

Nel corso degli anni sono state formulate varie proposte di adozione di eurobond<sup>4</sup>.

Una prima idea è stata avanzata agli inizi degli anni Novanta da Jacques Delors, all'epoca presidente della Commissione europea, con la finalità di disporre delle risorse necessarie per finanziare progetti di investimento a livello europeo<sup>5</sup>. L'idea si fondava sulla possibilità che l'Unione europea, o una nuova istituzione appositamente creata, potesse emettere titoli di debito pubblico per conto dei Paesi membri non solo per rispondere a obiettivi strategici di sviluppo del continente ma anche per fornire lo strumento per politiche di sostegno della domanda. In questa proposta, gli eurobond erano un modo per contrastare l'impostazione prevalente in Europa che fonda gli

---

<sup>3</sup> P. MANASSE, *My name is Bond, Eurobond*, lavoce.info, 17 dicembre 2012.

<sup>4</sup> Una sintetica rassegna delle varie proposte è presentata da A. BAGLIONI, *Eurobond: le proposte sul tappeto*, lavoce.info, 26 agosto 2011. Si veda anche A. QUADRIO CURZIO, *On the different types of eurobonds*, Economia politica, n. 3 dicembre 2011.

<sup>5</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco su crescita, competitività, occupazione*, 5 dicembre 1993, pp. 32 – 34. Più recentemente l'idea è stata riproposta dallo stesso Jacques Delors in un articolo, apparso sul Sole 24 Ore. Si veda J. DELORS *Il coraggio degli eurobond per creare la Grande Europa*, Il Sole 24 Ore, 6 giugno 2012.

aggiustamenti e le possibilità di crescita quasi esclusivamente su fattori di offerta: flessibilità dei fattori, compressione dei costi, competitività.

Nel solco della tradizione inaugurata da Delors si inserisce la proposta di Romano Prodi e Alberto Quadrio Curzio, che si basa sull'istituzione di un fondo finanziario europeo con una duplice finalità: rilevare parte del debito dei Paesi membri e finanziare progetti infrastrutturali di dimensione europea<sup>6</sup>. Il fondo finanziario europeo avrebbe una dotazione di 1.000 miliardi di euro conferiti dai Paesi dell'Eurozona in proporzione alla quota di partecipazione alla Banca centrale europea, utilizzando sia le riserve auree dei singoli Paesi sia le azioni di società pubbliche.

Dopo lo scoppio della crisi nel 2008, l'idea degli eurobond è stata ripresa da Jean-Claude Juncker e Giulio Tremonti con un'altra finalità: quella di favorire la creazione di un mercato di titoli pubblici di dimensione europea, in grado di confrontarsi con quelli delle altre grandi aree economiche – segnatamente Stati Uniti e Cina – e di fornire uno scudo alla speculazione finanziaria<sup>7</sup>. In particolare gli eurobond permetterebbero ai Paesi in crisi di emettere titoli del debito pubblico a tassi più bassi, riducendo significativamente il rischio di credito degli stessi e creando una condizione più favorevole al mantenimento di un sentiero di debito sostenibile. I Paesi

---

<sup>6</sup> R. PRODI, A. QUADRIO CURZIO, *EuroUnionBond per la nuova Europa*, Il Sole 24 Ore, 23 agosto 2011.

<sup>7</sup> Quando lanciarono la proposta, Juncker e Tremonti erano rispettivamente Primo Ministro del Governo lussemburghese e Ministro dell'Economia e delle Finanze del Governo italiano. Si veda J.C. JUNKER, G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, Financial Times, 5 dicembre 2010.

beneficiari di queste opportunità dovrebbero naturalmente impegnarsi ad adottare comportamenti fiscali virtuosi.

La proposta di Junker e Tremonti è stata poi riformulata da Jacques Delpla e Jacob Von Weizsäcker, i quali prevedono il trasferimento ad un'agenzia del debito europeo del 60% del debito pubblico di ciascuno degli Stati membri dell'Unione monetaria: i cosiddetti “blu bond”<sup>8</sup>. L'agenzia a sua volta si finanzierebbe sul mercato emettendo eurobond che diventerebbero normale strumento di gestione del debito. In tal modo il livello del rapporto debito-Pil previsto dal Patto di stabilità sarebbe integralmente garantito dalla reputazione dell'intera Unione monetaria. Resterebbe invece responsabilità dei singoli Stati nazionali la gestione della parte di debito che eccede il 60% del rapporto debito-Pil.

Un'altra proposta, elaborata da Vincenzo Visco, prevede di sterilizzare con gli eurobond la parte del debito eccedente il 60% del rapporto debito-Pil nei Paesi in difficoltà e creare un segmento di mercato speciale, per il quale la garanzia della restituzione sarebbe data dal gettito di una nuova imposta sulle transazioni finanziarie – una sorta di *Tobin Tax* – che garantirebbe il pagamento degli interessi<sup>9</sup>.

Senza entrare per il momento nei dettagli tecnici delle varie proposte, per le quali si rinvia al resto della trattazione, appare chiaro che gli eurobond sono una sorta di vestito *double face*<sup>10</sup>. Da un lato, vengono invocati dai Paesi

---

<sup>8</sup> J. DELPLA, VON J. WEIZSÄCKER, *Eurobonds: The blue bond concept and its implications*, Bruegel Policy Contribution, marzo 2011.

<sup>9</sup> V. VISCO, *Eurobond per la crisi del debito*, Il Sole 24 Ore, 28 giugno 2011.

<sup>10</sup> G. PENNISI, *I due volti degli eurobond*, Il Velino, 29 maggio 2012.

del Sud Europa perché sono considerati il grimaldello per fare avanzare l'integrazione europea, attraverso la creazione di meccanismi di solidarietà. Dall'altro lato, sono temuti dai Paesi del Nord Europa che li vedono come un prestito agli Stati del Sud non in grado poi di onorare gli impegni assunti<sup>11</sup>.

Eppure gli eurobond sono auspicabili per tante ragioni. Sono uno strumento indispensabile per finanziare gli investimenti pubblici, dei quali si è registrato negli ultimi anni un vero e proprio crollo non solo in Italia ma anche in Europa. Gli investimenti pubblici consentirebbero di rilanciare una produttività per troppi anni stagnante e di accrescere la formazione di capitale non solo fisico ma anche umano, specie nelle competenze linguistiche e in quelle tecnico-scientifiche. Gli eurobond rappresenterebbero poi un

---

<sup>11</sup> I pro e contro derivanti dall'introduzione degli eurobond sono efficacemente sintetizzati dal Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco in un intervento tenuto presso l'Università dell'Aquila l'8 marzo 2011. Così si esprime Visco: *“A favore degli “eurobonds” (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 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”.* I. VISCO, *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, intervento tenuto all'Università dell'Aquila l'8 marzo 2011, pp. 13-14.

formidabile strumento di integrazione politica e istituzionale dell'Eurozona: la prima tappa verso la creazione di un debito europeo e in definitiva di un Tesoro europeo<sup>12</sup>. Tutte le posizioni favorevoli agli eurobond sono accomunate dall'idea di usare questo strumento per arrivare alla creazione di istituzioni che possano mettere in campo risorse e reputazione finanziaria di dimensioni tali non solo per arginare l'instabilità finanziaria ma anche per promuovere la costruzione di un ordine economico e politico europeo più forte, dotato di un bilancio dalle dimensioni appropriate ad uno Stato federale. Il punto debole di queste posizioni è il loro scarso consenso politico, anzi l'aperta ostilità soprattutto da parte dei Paesi del Nord Europa, Germania in testa<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Il Parlamento europeo, con la risoluzione del 16 gennaio 2013 sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond, ha equiparato – per rilevanza strategica – l'emissione di titoli del debito pubblico europeo all'introduzione della moneta unica. Al riguardo si veda F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democratica nell'Unione europea*, Associazione Italiana Costituzionalisti, 31 maggio 2013, pp. 7-8.

<sup>13</sup> Esemplificative della posizione tedesca in tema di eurobond sono le parole usate dal Ministro degli Esteri Guido Westerwelle in un'intervista rilasciata qualche anno fa: *"Una mutualizzazione dei debiti in Europa sarebbe un fondamentale errore di costruzione, che metterebbe a rischio l'idea europea. Per questo non rappresenta un obiettivo per la Germania, neanche per il lungo periodo. Poca solidarietà mette a rischio l'Europa. Ma anche troppa solidarietà la mette a rischio nella stessa misura. La capacità di resistenza dell'economia e dei contribuenti tedeschi non è illimitata. Pretendere troppo dalla Germania è altrettanto poco utile quanto pretendere troppo poco dalla capacità dei nostri partner di fare le riforme"*. A. ALVIANI (intervista a Guido Westerwelle), *No agli eurobond, neanche in un futuro lontano*, La Stampa, 4 luglio 2012.

Al di là degli aspetti squisitamente tecnici, gli eurobond restano fondamentalmente una questione politica. Come ha ben scritto Lorenzo Donatelli, tale questione è legata *"alla valutazione di opportunità dei Paesi economicamente più solidi e della Germania in particolare; valutazione cui peraltro non dovrebbero sfuggire gli assai rilevanti costi derivanti da una crisi dell'unione valutaria, di cui anch'essi hanno beneficiato nel corso dell'ultimo decennio. Pensiamo alla possibilità di evitare svalutazioni competitive da parte dei Paesi mediterranei e di esportare più facilmente nei relativi mercati"*. L. DONATELLI, *I nuovi vincoli di contabilità pubblica nella nuova governance economica europea: regole numeriche e procedure di enforcement tra livello unionale e livello interno*, Amministrazione in Cammino, 28 maggio 2013, p. 8.

Purtroppo, occorre constatare che nell'attuale agenda politica queste idee sembrano godere di limitata attenzione da parte delle leadership europee. A nessuno sfugge l'estrema complessità del percorso, ma mai come in questa fase servirebbero visione e strategia<sup>14</sup>.

La visione dovrebbe basarsi sulla consapevolezza che la crisi di questi anni – la peggiore dal secondo dopoguerra – ha prodotto nelle opinioni pubbliche un ritorno al protezionismo e al nazionalismo, a discapito della cooperazione tra Paesi. Il referendum *pro Brexit* nel Regno Unito tenutosi a giugno 2016, le rivendicazioni autonomistiche in Catalogna esplose nel mese di ottobre 2017, l'affermazione alle elezioni europee di maggio 2019 dei movimenti sovranisti non solo nei Paesi dell'Europa dell'Est ma anche nei Paesi fondatori dell'Unione europea rispecchiano un malessere dei cittadini verso le istituzioni europee, che restano per molti versi sconosciute e in ogni caso vengono percepite come troppo distanti<sup>15</sup>. Siamo di fronte a un circolo

---

<sup>14</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, pp. 193-194.

<sup>15</sup> Da dove nasce il successo dei movimenti populistici se lo chiede Stefano Feltri in un recente saggio. La causa – sostiene l'autore – è da ricercare nella crisi e nell'insicurezza che ha generato in gran parte della società. Alla richiesta di sicurezza proveniente dalle fasce più deboli della popolazione, i movimenti populistici rispondono con il ritorno alla sovranità monetaria e fiscale e con l'avversione al cosmopolitismo e agli immigrati. Ma occorre considerare, secondo Feltri, anche il ruolo delle classi dirigenti tradizionali. Nel tempo, sono diventate sempre più autoreferenziali e hanno perso ogni legame con le comunità da cui provengono. Quando le élite non sono state più in grado di offrire sicurezza e benessere, gli elettori le hanno punite togliendo loro il consenso. Feltri indica tre elementi per capire se i partiti tradizionali riusciranno a rientrare in gioco. Il primo è la capacità di governare bene ogni realtà, sia nazionale che locale. Il secondo è la capacità di aprirsi alla società civile. Il terzo fattore è rappresentato dalla riduzione dei costi della politica, che – seppure trascurabili rispetto al bilancio dello Stato – rivestono una marcata valenza simbolica. Si veda S. FELTRI, *Populismo sovrano*, Einaudi, Torino, 2018.



vizioso: la crisi, che in parte è dovuta all'insufficiente integrazione economica e politica dell'Europa, ostacola la capacità di realizzare un percorso concordato di ulteriore integrazione e convergenza, che a sua volta allontana le istituzioni europee dalle opinioni pubbliche nazionali. A differenza degli Stati Uniti, dove la crisi è stata innescata da un fallimento del mercato (crisi dei mutui *sub-prime* del 2008), in Europa la crisi è stata originata da un fallimento dello Stato, vale a dire dalla inadeguatezza delle istituzioni europee (crisi dell'euro e dei debiti sovrani dal 2009 in poi).

La strategia, secondo chi scrive, dovrebbe essere quella dei passi – gradualisti sì, ma decisi e convinti – verso la costruzione di un'Europa autenticamente federale. Se si vuole proseguire lungo la strada dell'integrazione politico-istituzionale – attraverso, ad esempio, l'introduzione degli eurobond e l'istituzione di un'Agenzia del debito europea, embrione di un Tesoro europeo – occorre che contemporaneamente si proceda anche lungo la strada della convergenza, cioè dell'aggiustamento fiscale in termini di riduzione del deficit e del debito nei vari Paesi. I due percorsi – condivisione del rischio (*risk-sharing*) e riduzione del rischio (*risk-reduction*) – devono necessariamente andare di pari passo.

Un percorso parallelo, come quello qui accennato, con tempi di realizzazione scadenzati, richiede un clima di fiducia tra i Paesi europei che oggi sembra assente. Viene in mente un precedente storico non lontano nel tempo: l'unificazione tra Germania Ovest e Germania Est all'indomani della

caduta del Muro di Berlino del 1989<sup>16</sup>. L'unione monetaria fra le due Germanie – al di là degli innegabili costi sociali ed economici – fu realizzata in tempi brevissimi il 1° luglio 1990, dopo un periodo di transizione di appena sei mesi dall'unificazione politica dei due Paesi. A differenza dell'Europa, il processo di unificazione tra le due Germanie fu favorito dalla presenza di una “variabile profonda”: il senso di appartenenza alla stessa nazione, che rese possibile un massiccio trasferimento di risorse tra le due parti del Paese<sup>17</sup>.

A livello europeo, purtroppo, questa variabile profonda – questo senso di appartenenza alla medesima comunità – è poco sviluppata. È l'idea di una patria comune alla quale tutti i cittadini europei dovrebbero sentire intimamente di far parte<sup>18</sup>. Non basta rendere più solide e funzionali le istituzioni comuni; occorre contemporaneamente far crescere nei cittadini la coscienza europea. Esiste sì l'Unione europea con le sue istituzioni e il mercato comune, esiste sì l'Eurozona con la moneta unica, ma la costruzione europea richiama una confederazione di Stati, non ancora uno Stato federale. Se il percorso dell'integrazione europea non sarà interrotto, è possibile che un giorno gli europei si sentiranno cittadini di una patria comune più grande,

---

<sup>16</sup> La caduta del Muro di Berlino viene storicamente datata al 9 novembre 1989, allorquando “*furono aperti i confini fra le due Germanie, compresi i passaggi attraverso il Muro di Berlino, simbolo della guerra fredda: grandi masse di cittadini tedesco-orientali si recarono in visita all'Ovest in un'atmosfera di festa e di riconciliazione che implicitamente rilanciava il tema dell'unità nazionale*”. G. SABATUCCI, V. VIDOTTO, *Storia contemporanea. Il Novecento*, Laterza, Bari, 2018, p. 380.

<sup>17</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, pp. 176-177.

<sup>18</sup> Al riguardo sono interessanti i recenti interventi di due intellettuali italiani: M. CACCIARI, *Patria Europa*, L'Espresso, 19 maggio 2019; C. MAGRIS, *Io sono un europeo quindi voto*, Settimanale 7 del Corriere della Sera, 10 maggio 2019.

e non più soltanto cittadini tedeschi, francesi, italiani o spagnoli. Ma per questo, forse, dovrà passare ancora molto tempo.

Questa debolezza della variabile profonda rende estremamente complicato per l'Europa progredire verso l'unione politica. La mancanza di questo senso di appartenenza spiega anche perché l'Europa sia partita dal mercato comune e dalla moneta unica. Quest'ultima può essere considerata la parte relativamente meno difficile del cammino verso la creazione dell'unione politica. Ma al tempo stesso mette a repentaglio l'intero processo<sup>19</sup>. Se non si compiono ulteriori passi verso un'unione politica, anche quella monetaria rimarrà una costruzione fragile, destinata prima o poi a fallire<sup>20</sup>.

Queste considerazioni sollevano interrogativi non da poco sul destino dell'Europa. Dove va l'Europa? Sarà un'Europa degli Stati-nazione o un'Europa federale? Esisterà ancora e progredirà oppure è destinata a disgregarsi?

Chi scrive ritiene che, per i singoli Stati membri e per l'Italia in particolare, non ci siano alternative alla prosecuzione della costruzione europea. Il trasferimento di porzioni sempre più rilevanti di sovranità in capo all'Unione europea – e all'Eurozona in particolare – risulta l'unica strada percorribile. Riprendendo una sagace metafora di Giuliano Amato, si può affermare che *“il dentifricio della sovranità è ormai uscito dal tubetto dello Stato ed è*

---

<sup>19</sup> Sulla fragilità della costruzione europea si sofferma J. STIGLITZ, *L'euro. Come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino, 2017. Sulla stessa posizione P. KRUGMAN, *Europe's impossible dream*, International New York Times, 21 luglio 2015.

<sup>20</sup> S. ROSSI, *Europa: dall'unione monetaria all'unione economica e oltre*, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 14 giugno 2017.

*inutile il tentativo di rimetterlo dentro, tanto vale rendere più forte, con meno buchi e più rispondente alle nostre aspettative, il tubetto più grande con il quale siamo comunque alle prese*<sup>21</sup>.

L'Unione europea non è un dibattito astratto, ma un'opera indispensabile e di grande impegno, in un'epoca – come la nostra – nella quale i fenomeni si manifestano su scala mondiale. I commerci, i movimenti dei fattori produttivi (capitale e lavoro), le problematiche ambientali e di sicurezza internazionale, i flussi migratori hanno ormai una dimensione globale. Il benessere e gli interessi dei popoli europei riposano sempre più su fattori esterni piuttosto che su quelli nazionali. Di fronte a Stati dalle dimensioni continentali – come Stati Uniti, Cina, India, Russia – i Paesi europei, presi singolarmente, hanno scarso peso geopolitico: sono nani al cospetto di giganti, sudditi più che sovrani. Una struttura federale europea farebbe recuperare ai piccoli Stati europei una sovranità ormai in gran parte perduta: una sovranità condivisa sì, ma reale, in luogo di una sovranità nazionale ormai più apparente che sostanziale<sup>22</sup>.

La tesi si articola in quattro capitoli.

Il primo capitolo affronta il tema della fragilità della costruzione europea e le riforme necessarie per porvi rimedio:

- rafforzare il ruolo della Banca centrale europea (BCE) come prestatore di ultima istanza;

---

<sup>21</sup> G. AMATO, *Il costituzionalismo oltre i confini dello Stato*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, n. 2 del 2013.

<sup>22</sup> Per una lucida analisi dei nuovi equilibri geopolitici mondiali e in particolare della politica seguita dall'Amministrazione Trump, si segnala G. DOTTORI, *La visione di Trump. Obiettivi e strategie della nuova America*, Salerno Editrice, Roma, 2019.

- completare l’unione bancaria;
- approfondire l’unione del mercato dei capitali;
- allargare il bilancio europeo e accentrare le politiche fiscali nazionali;
- dar vita all’emissione congiunta di debito sovrano o, in alternativa, a schemi che non prevedono la mutualizzazione del debito.

La fragilità della costruzione europea dipende essenzialmente dall’aver creato – contrariamente a quanto avvenuto nella storia – “una moneta senza Stato”<sup>23</sup>, che poi ha condotto alla fine del 2009 alla crisi dell’euro e dei debiti sovrani.

Il secondo capitolo prende in esame l’esistenza di eventuali basi giuridiche per dar vita a un debito dell’Unione europea, distinto dal debito degli Stati membri o, in alternativa, per procedere alla mutualizzazione dei debiti degli Stati membri. Vengono perciò analizzate le norme del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (TFUE) che rilevano sotto questo profilo:

- il principio del pareggio di bilancio dell’Unione europea (articolo 310);
- il divieto di monetizzazione del debito (articolo 123);
- il divieto di salvataggio esterno o clausola di *no bail out* (articolo 125);
- il divieto di disavanzo eccessivo (articolo 126).

---

<sup>23</sup> Ignazio Visco ricorda un articolo, a firma di Tommaso Padoa-Schioppa, pubblicato sul Corriere della Sera il 3 maggio 1998, intitolato: “*Il passo più lungo*”. Lungimiranti appaiono oggi le parole di Padoa-Schioppa: “(...) *la capacità di politica macroeconomica dell’Unione economica e monetaria europea è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata (...). Per la Banca centrale europea la vera insidia non sarà la poca indipendenza, ma la troppa solitudine, (...) per il suo operare quasi nel vuoto, senza un potere politico, una politica di bilancio, una vigilanza bancaria, una funzione di controllo dei mercati finanziari?*”. Si veda I. VISCO, *I tempi stanno cambiando*, Il Mulino, Bologna, 2015, p. 83.

Il terzo capitolo passa in rassegna – una per una – le varie proposte che nel corso del tempo sono state avanzate in tema di emissione congiunta di debito sovrano, in relazione alla loro fattibilità alla luce delle regole dei Trattati e dei profili distributivi. Come è noto, esistono ostacoli legali e distributivi alla introduzione degli eurobond. Quelli legali hanno a che fare, in particolare, con l'articolo 125 del TFUE, che dispone il divieto di salvataggio da parte dell'Unione a favore di un Paese membro in difficoltà e, in particolare, vieta a ciascuno Stato membro di rispondere o di subentrare nei debiti di altri Stati membri (cosiddetta clausola di *no bail out*)<sup>24</sup>. Gli ostacoli distributivi sono legati, invece, alle modalità di partecipazione dei Paesi membri alle emissioni congiunte dei titoli in termini di risorse finanziarie. In altre parole, i Paesi virtuosi del Nord Europa temono di dover fornire un contributo maggiore rispetto ai Paesi meno virtuosi del Sud Europa<sup>25</sup>. Le proposte vengono perciò classificate in due grandi gruppi, a seconda che prevedano o meno la mutualizzazione del debito.

Al primo gruppo, che si basa sulla mutualizzazione del debito, appartengono gli eurobond in senso stretto, gli union bond, gli stability bond, le obbligazioni blu e rosse. Tali proposte, in quanto basate sulla

---

<sup>24</sup> Il paragrafo 1 dell'articolo 125 del TFUE stabilisce: “L'Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico”.

<sup>25</sup> P. BOSI (a cura di), *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino, Bologna, 2015, p. 364.

mutualizzazione del debito, non sono compatibili con l'articolo 125 del TFUE e richiederebbero pertanto la sua modifica.

Nel secondo gruppo di proposte – che non contemplano la mutualizzazione del debito e pertanto non richiedono la modifica del TFUE – rientrano il programma PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in Europe*), il Fondo di ammortamento del debito a livello europeo (*European Redemption Fund*), gli *European Safe Bond* - ESB (acronimo inglese di “Titoli europei sicuri”), i *Sovereign Bond Backed Securities* - SBBS (acronimo inglese di “Titoli garantiti da obbligazioni sovrane”).

Il quarto e ultimo capitolo esplora i possibili approcci alla prosecuzione del progetto europeo: la via della riduzione del rischio (*risk-reduction*), la via della condivisione del rischio (*risk-sharing*), la via della sintesi tra riduzione e condivisione del rischio. Quest'ultima via appare a chi scrive come l'unica politicamente percorribile. A ben vedere, la storia dell'integrazione europea altro non è che l'attuazione di questo approccio pragmatico. La creazione del mercato unico, ad esempio, è avvenuta di pari passo con l'istituzione di meccanismi di solidarietà, quali i fondi strutturali a favore delle aree economicamente più deboli. La stessa unione monetaria si è realizzata come sintesi tra i due approcci: il processo di convergenza delle finanze pubbliche (*risk reduction*) ha condotto alla creazione di un'unica banca centrale con il compito di mettere in atto un'unica politica monetaria e del cambio (*risk sharing*). Il capitolo si chiude affermando la necessità per l'Italia di fare la propria parte invertendo la traiettoria del rapporto debito-Pil attraverso un serio e rigoroso piano pluriennale di rientro dal debito (*risk reduction*), per acquisire, agli occhi dei principali partner europei, quella credibilità necessaria

per convincerli a dar vita a un vero e proprio debito federale europeo (*risk sharing*).

Infine, nelle conclusioni, si tirano le fila del discorso sulla necessità e sull'opportunità di introdurre schemi di condivisione del debito e di proseguire lungo la strada dell'integrazione europea, pena il disfacimento dell'intera costruzione a causa della sua incompiutezza e fragilità. Gli eurobond non sono l'unico mezzo per raggiungere la finalità di una unificazione politica dell'Europa ma hanno il pregio di mettere insieme l'approccio funzionalista dei passi gradualisti con quello federalista della meta finale. Analogamente a quanto avvenuto nella storia di alcuni popoli in cui il processo di unificazione dei debiti ha segnato la nascita dello Stato, anche nel vecchio continente l'europeizzazione del debito degli Stati membri, al di là della valenza in termini di finanza pubblica, potrebbe assurgere a un vero e proprio atto "costitutivo" di un futuro Stato federale europeo<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Si segnala, al riguardo, la stimolante analisi di Marco Leonardi. Nel confrontare la storia europea con quella americana, l'autore sottolinea la scelta compiuta da Alexander Hamilton, primo segretario al Tesoro degli Stati Uniti, che alla fine del Settecento, all'indomani della guerra di indipendenza dall'Inghilterra, decise che lo Stato federale si sarebbe assunto tutti i debiti dei singoli Stati. Solo più di cento anni dopo, nel 1913, fu istituita la Federal Reserve con i poteri di banca centrale. L'Europa – sostiene Leonardi – ha fatto esattamente il contrario: è partita dalla creazione della Banca centrale europea e oggi discute della unificazione dei debiti, attraverso gli eurobond o altri schemi di condivisione. M. LEONARDI, *La versione di Hamilton*, lavoce.info, 3 febbraio 2012.

Anche Vincenzo Visco, in un articolo di qualche anno fa, prende a riferimento la storia americana come modello per quella europea. In proposito, l'autore afferma: *"Quando si fecero gli Stati Uniti, Hamilton riuscì a far passare il principio della federalizzazione del debito degli Stati. Questo pose la premessa per avere poi un bilancio federale e obbligare gli Stati a tenere in equilibrio i bilanci. In America si aprì un dibattito tra Stati virtuosi e Stati viziosi. I secondi erano d'accordo, i primi no. Però alla fine un accordo venne trovato e nacque questo grande Paese. L'Europa deve decidere cosa fare. Se andare avanti con fenomeni come quello della Grecia e creare un effetto domino su tutto il resto dell'Unione o se approvare una misura che porrebbe fine alla crisi dell'euro"*. In



---

proposito si veda V. VISCO, *Mettere in comune i debiti degli Stati: per uscire dalla crisi la soluzione è questa*, l'Unità, 17 maggio 2012.

Scettico sull'accostamento tra Europa e Stati Uniti si mostra, invece, Daniel Gros che scrive: “*Gli Eurobond, come forma di mutualizzazione del debito, sono ormai visti da molti come l'unica soluzione alla crisi dell'euro. I sostenitori di questa tesi guardano ai primi anni degli Stati Uniti, quando il governo federale guidato da Alexander Hamilton decise di farsi carico di tutto il debito dei singoli stati, molti dei quali erano in bancarotta a causa della spesa sostenuta nella guerra di indipendenza. Tuttavia, guardando con più attenzione questa vicenda, ci si accorge che l'esperienza americana non è né un paragone utile né un precedente incoraggiante per gli Eurobond. Innanzitutto, farsi carico a livello federale di uno stock di debito è diverso dal permettere ai singoli stati di emettere in futuro un flusso di bond sotto la responsabilità collettiva di tutti gli stati membri. Hamilton non doveva preoccuparsi del problema di azzardo morale, dal momento che il governo federale non garantiva il nuovo debito emesso dai singoli stati. E infatti alcuni stati raggiunsero livelli di indebitamento insostenibili circa 50 anni dopo, ma non furono salvati dal governo federale. Inoltre, raramente viene sottolineato che il debito federale (di circa 40 milioni di dollari) era ben superiore al debito dei singoli stati (di circa 18 milioni di dollari): farsi carico del debito dei singoli stati non era quindi una decisione fondamentale per il successo della stabilizzazione finanziaria dei neonati Stati Uniti, ma una naturale conseguenza del fatto che la maggior parte del debito si era creato combattendo per una causa comune*”. D. GROS, *Eurobond, lezioni americane*, lavoce.info, 2 luglio 2012.

Analoga è la posizione di Vito Tanzi: “*Nel dibattito sul futuro dell'Unione europea, alcuni commentatori affermano che sarebbe auspicabile arrivare a una maggiore integrazione economica in Europa e a costituire un bilancio pubblico europeo. Altri, invece, considerano come esempio da seguire il sistema americano. Al di là dei possibili benefici economici e politici che deriverebbero da una integrazione più stretta (nei mercati finanziari, nei sistemi fiscali, nei mercati per servizi, in difesa e politica estera), l'esperienza americana non è poi quel buon esempio che si crede: tra i 50 “stati” americani, l'integrazione è ben poca*”. Per un approfondimento, si rinvia a V. TANZI, *Se l'America non è un buon esempio di federalismo*, lavoce.info, 4 dicembre 2018.

## CAPITOLO I – L'Eurozona e i difficili passi verso una maggiore integrazione

SOMMARIO: 1.1. Premessa. – 1.2. Un po' di storia. – 1.2.1. *Dal mercato comune alla moneta unica.* – 1.2.2. *Una moneta senza Stato.* – 1.2.3. *La crisi dell'euro e dei debiti sovrani.* – 1.3. Le riforme da compiere verso una maggiore integrazione. – 1.4. Il rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza. – 1.5. Il completamento dell'unione bancaria. – 1.5.1. *Gli obiettivi dell'unione bancaria.* – 1.5.2. *Il codice unico europeo (Single Rulebook).* – 1.5.3. *La vigilanza bancaria unica (primo pilastro).* – 1.5.4. *La risoluzione unica delle crisi bancarie (secondo pilastro).* – 1.5.5. *La protezione europea dei depositanti (terzo pilastro).* – 1.6. L'approfondimento dell'unione del mercato dei capitali. – 1.6.1. *Gli obiettivi.* – 1.6.2. *Le misure normative approvate.* – 1.6.3. *Le proposte in sospeso.* – 1.7. L'accentramento a livello europeo delle politiche di bilancio. – 1.7.1. *L'albero "storto" di Maastricht.* – 1.7.2. *Il federalismo fiscale all'insù.* – 1.7.3. *Lo stato dell'arte del bilancio europeo.* – 1.7.4. *La necessità di un allargamento del bilancio europeo.* – 1.7.5. *La riluttanza degli Stati a cedere sovranità fiscale.*

### 1.1 - Premessa

La costruzione dell'Europa è un disegno ancora da completare. In assenza di una vera e propria unione fiscale, la moneta unica ha bisogno di essere protetta, da un lato, dalle regole contenute nel Patto di Stabilità e Crescita e, dall'altro, dalle riforme strutturali che rafforzano il processo di convergenza degli Stati membri.

Se l'Eurozona fosse incorporata in uno Stato federale, la sua fragilità verrebbe meno. Allo stesso modo, se ci fosse nelle opinioni pubbliche e nelle leadership politiche dei vari Paesi il senso di appartenenza ad una stessa comunità, la strada verso la creazione di una piena unione politica sarebbe meno irta di difficoltà. Ciononostante, la mancanza di questa "variabile profonda", di questo senso di appartenenza alla stessa "patria", non deve scoraggiare e indurre ad abdicare al progetto europeo. È possibile seguire una politica dei passi graduali, finalizzata a creare una struttura di *governance* che

contribuisca a rendere l'unione monetaria più sostenibile, attraverso le seguenti azioni<sup>27</sup>:

- il rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza;
- il completamento dell'unione bancaria;
- l'approfondimento dell'unione del mercato dei capitali;
- l'allargamento del bilancio europeo e l'accentramento delle politiche fiscali dei Paesi membri;
- l'emissione congiunta di debito sovrano da parte degli Stati membri attraverso schemi che prevedono la condivisione del rischio oppure schemi che non prevedono la condivisione del rischio.

Tutte queste riforme sono necessarie non solo per gestire eventuali situazioni di crisi e per rafforzare strutturalmente l'unione monetaria, ma anche per proseguire lungo la strada della integrazione politica<sup>28</sup>. Sono tasselli

---

<sup>27</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 159.

<sup>28</sup> Nelle considerazioni finali di fine maggio 2011, l'allora Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, qualche mese prima di assumere – il 1° novembre 2011 – l'incarico di Presidente della Banca centrale europea, avvertiva: “*Se si guardasse all'area dell'euro come a un'entità unitaria, nella forma ad esempio di uno Stato federale, non emergerebbero allarmi sulla tenuta del suo impianto monetario e finanziario, pur nella preoccupazione per le ripercussioni della crisi su ciclo economico, intermediari e mercati. Ma una unione politica in Europa ancora non c'è. Questo rende alla lunga l'unione monetaria più difficile da sostenere; sono necessari passi avanti concreti nella costruzione europea; va definito un percorso che abbia nell'unione politica il suo traguardo finale, scandendone le singole tappe. Si devono rammentare le ragioni originarie fondamentali del progetto europeo, anche in sfere che trascendono l'agire economico*”. E più avanti: “*La disponibilità di maggiori risorse comuni e anche l'istituzione da più parti proposta di un fondo ove trasferire i debiti sovrani che eccedano una soglia uniforme, da redimire in tempi e modi ben definiti, sostanziano una forma di unione fiscale che non può essere disgiunta da regole cogenti, da poteri di controllo e intervento. L'azzardo morale di chi fida sull'aiuto altrui per preservare nelle cattive politiche del passato va evitato con una forte pressione politica e normativa, esigendo il rispetto degli impegni concordati, sulla base di programmi ambiziosi ma nello stesso tempo realistici*”. Per la lettura completa del discorso pronunciato da Mario Draghi, si rinvia a M.

di un mosaico complessivo, che si legano l'uno all'altro in maniera indissolubile e che devono procedere di pari passo.

I primi quattro punti – banca centrale, unione bancaria, unione del mercato dei capitali e politiche di bilancio – saranno trattati nei prossimi paragrafi del presente capitolo. Il quarto punto – l'emissione congiunta di debito sovrano da parte dei Paesi dell'Eurozona – sarà oggetto di approfondimento nel secondo, terzo e quarto capitolo.

Prima di entrare nel merito delle singole azioni, è utile fare un passo indietro nel tempo e ripercorrere brevemente le tappe fondamentali che hanno portato, dapprima, alla creazione del mercato comune e alla nascita dell'euro e, poi, alla crisi dei debiti sovrani.

Questo *excursus* consente di esporre le ragioni che hanno condotto alla introduzione dell'euro: una moneta che pare aver funzionato abbastanza bene nei suoi primi anni di vita ma che, alla fine del 2009, ha rischiato di mettere in crisi l'intero sistema.

---

DRAGHI, *Considerazioni finali*, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Banca d'Italia, 31 maggio 2011, p. 16.

## 1.2 - Un po' di storia

### *1.2.1 - Dal mercato comune alla moneta unica*

Nel 1957 sei Paesi europei<sup>29</sup>, tra cui l'Italia, decisero di formare un mercato comune europeo, uno spazio economico dove persone e beni potessero muoversi liberamente. Da allora, altri ventidue Paesi vi hanno aderito, facendo salire a ventotto il numero totale degli Stati membri<sup>30</sup>. Questo gruppo è oggi noto come Unione europea.

Sebbene questa organizzazione sia nata nel secondo dopoguerra come Comunità economica europea per promuovere la cooperazione economica tra i Paesi membri, col tempo è diventata attiva anche in altri ambiti, quali l'ambiente, la sicurezza dei confini, la giustizia, l'energia, la libera concorrenza. Tale orientamento ha portato, nel 1993, al passaggio dalla Comunità economica europea all'Unione europea, nella quale il mercato unico permette le cosiddette “quattro libertà fondamentali”: libertà di circolazione delle persone, dei servizi, delle merci e dei capitali<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> I sei Paesi fondatori erano: Belgio, Francia, Germania Ovest, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi.

<sup>30</sup> I ventotto Paesi membri dell'Unione europea sono: Austria, Belgio, Bulgaria, Cechia, Cipro, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia, Ungheria. Dopo il referendum pro-Brexit del 23 giugno 2016, il Regno Unito resta membro a pieno titolo dell'Unione europea, con tutti i diritti e doveri che ne conseguono, almeno finché non sarà raggiunto un accordo per l'uscita definitiva dall'Unione europea.

<sup>31</sup> Uno degli strumenti per garantire il funzionamento il mercato interno è la libertà di circolazione nell'ambito del mercato stesso, che trova il proprio fondamento nell'articolo 26, paragrafo 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea

Il Trattato istitutivo della Comunità economica europea, poi confluito nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE)<sup>32</sup>, non conteneva disposizioni in materia di moneta, in quanto all'epoca non era parso necessario dotare il mercato comune di istituzioni monetarie proprie. Negli anni Cinquanta e Sessanta, infatti, vigeva il sistema dei cambi basato sugli accordi di Bretton Woods del 1944: un regime di cambi fissi, imperniato su una moneta egemone – il dollaro – convertibile in qualsiasi momento in oro. Tale regime di cambi crollò il 15 agosto 1971, allorché l'allora Presidente degli Stati Uniti Richard Nixon sospese la convertibilità del dollaro in oro<sup>33</sup>.

In un contesto internazionale di cambi flessibili, le esigenze stesse di funzionamento della politica monetaria europea imposero l'adozione di una moneta di conto comune – l'Ecu (*European Currency Unit*) – e soprattutto di vincoli più stretti tra le monete degli Stati della Comunità economica europea. Nacque così, nel 1978, il Sistema monetario europeo (SME) che negli anni

---

(TFUE), che dispone: *“Il mercato interno comporta uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati”*. Per un approfondimento, si veda S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 2012, pp. 40-52.

<sup>32</sup> Il Trattato istitutivo della Comunità economica europea fu firmato a Roma, insieme al Trattato istitutivo della Comunità europea dell'energia atomica, il 25 marzo 1957. Entrambi i Trattati entrarono in vigore il 1° gennaio 1958 e successivamente confluirono nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

<sup>33</sup> Il forte aumento della spesa pubblica e del debito americano, specie per finanziare la guerra in Vietnam, provocarono la fine del sistema nato a Bretton Woods. Infatti, a causa delle crescenti richieste di conversione in oro, le riserve americane si stavano sempre più assottigliando. Nel dicembre 1971 i membri del G10 (il gruppo dei dieci Paesi formato da Belgio, Francia, Germania Ovest, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia, Canada, Stati Uniti e Giappone) abbandonarono gli accordi di Bretton Woods. Con lo *Smithsonian Agreement* il dollaro venne svalutato e si diede il via libera alla fluttuazione dei cambi.

Ottanta e Novanta (in sostanza, fino all'introduzione dell'euro) ha contribuito al mantenimento della stabilità monetaria e al contenimento delle spinte inflazionistiche all'interno della Comunità economica europea.

Tuttavia, l'obiettivo ambizioso del mercato unico generò esigenze ulteriori: fu infatti dimostrato come il mantenimento di politiche monetarie indipendenti fosse incompatibile con la fissità del cambio in un regime di libera circolazione dei capitali e delle merci all'interno della Comunità<sup>34</sup>. Di qui nacque l'iniziativa di individuare le strutture della futura politica monetaria della Comunità economica europea. Nel giugno 1988 il Consiglio europeo confermò l'obiettivo della progressiva realizzazione dell'Unione economica e monetaria e assegnò a un comitato guidato da Jacques Delors, allora Presidente della Commissione europea, il compito di elaborare un programma completo per il suo conseguimento. Il comitato era composto dai governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea. Il Rapporto Delors, redatto a conclusione dei lavori, delineava i caratteri della futura Banca centrale europea (BCE) e della moneta unica<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Al riguardo Tommaso Padoa-Schioppa parla di *“paradigma del quartetto incompatibile”*. Così scrive l'autore: *“Il paradigma si sostanzia nella proposizione che libertà di commercio, mobilità dei capitali, tassi di cambio fissi e indipendenza delle politiche monetarie nazionali sono quattro elementi tra loro incompatibili. (...) In Europa, il paradigma del quartetto inconciliabile aveva messo in luce la necessità di una moneta unica, mentre per la teoria dell'area monetaria ottimale la moneta unica era solo una possibilità”*. T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Il Mulino, Bologna, 2004, p. 33.

<sup>35</sup> Il Rapporto Delors proponeva di articolare la creazione dell'Unione economica e monetaria in tre fasi.

La prima fase, dal 1° luglio 1990, comprendeva: la completa libertà di circolazione dei capitali; il rafforzamento della cooperazione fra le banche centrali; il libero utilizzo dell'ECU (*European Currency Unit*, acronimo inglese per Unità di Conto Europea), sostituito in seguito dall'euro; il miglioramento della convergenza economica.

Nel 1999 l'Unione europea decise di compiere un passo ulteriore e cominciò il processo di sostituzione delle varie valute nazionali con una moneta comune: l'euro. Solo undici Paesi, tra cui l'Italia, aderirono fin dall'inizio. Da allora, però, altri otto Paesi si aggiunsero portando a diciannove il numero di Stati dell'Unione europea che adottano oggi l'euro<sup>36</sup>. Il nome ufficiale di questo gruppo di Paesi è Eurozona<sup>37</sup>. Sotto il profilo dei Trattati, la moneta unica realizza una fattispecie di integrazione differenziata, in cui l'euro è stato adottato da alcuni ma non da tutti gli Stati membri. Lo Stato membro, che è ammesso a far parte dell'Eurozona, deve rispettare i criteri di convergenza fissati dall'articolo 140 del TFUE<sup>38</sup>. Deve

---

La seconda fase, dal 1° gennaio 1994, contemplava: la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME); il divieto di finanziamento del settore pubblico da parte delle banche centrali; il maggiore coordinamento delle politiche monetarie; il rafforzamento della convergenza economica; la progressiva realizzazione dell'indipendenza delle banche centrali nazionali, da completarsi al più tardi entro la data di istituzione del Sistema europeo di banche centrali; i lavori preparatori per la terza fase.

La terza fase, dal 1° gennaio 1999, prevedeva: la fissazione irrevocabile dei tassi di conversione; l'introduzione dell'euro; la conduzione della politica monetaria unica da parte del Sistema europeo di banche centrali; l'entrata in vigore dei nuovi Accordi europei di cambio (AEC II); l'entrata in vigore del Patto di stabilità e crescita.

Informazioni più dettagliate sul Rapporto Delors sono reperibili nel sito istituzionale della Banca centrale europea.

<sup>36</sup> Sebbene tutti i ventotto Paesi dell'Unione europea facciano parte dell'Unione economica e monetaria (UEM), soltanto diciannove di essi hanno sostituito le loro valute nazionali con l'euro. I diciannove Paesi dell'Unione europea che costituiscono l'Eurozona sono: Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna.

<sup>37</sup> Il gruppo prende anche il nome di Area euro o Zona euro.

<sup>38</sup> I criteri di convergenza – richiesti dall'articolo 140 del TFUE come condizione per l'adesione all'unione monetaria – sono: tassi di inflazione contenuti, tassi di interesse uniformi, cambi stabili per un periodo di almeno due anni, disavanzo annuale del bilancio pubblico non superiore al 3% del prodotto interno lordo, debito pubblico non superiore



inoltre sottoporsi al controllo delle politiche di bilancio, come stabilito dal Patto di stabilità e crescita volto alla sorveglianza dei livelli di deficit e di debito pubblico<sup>39</sup>.

La transizione all'euro avvenne in diverse fasi. Il 1° gennaio 1999, ciascuno degli iniziali undici Paesi fissò il valore della propria moneta in termini di euro<sup>40</sup>. Dal 1999 al 2002, i prezzi in ciascun Paese furono espressi sia in termini della valuta nazionale che in termini di euro. Il passaggio definitivo all'euro avvenne il 1° gennaio 2002, quando le banconote e le monete in euro entrarono effettivamente in circolazione, sostituendo per sempre quelle nazionali. L'adozione della moneta unica comportò anche il trasferimento della sovranità monetaria dalle banche centrali nazionali alla Banca centrale europea.

---

al 60% del prodotto interno lordo. I criteri di convergenza sono specificati dal Protocollo n. 13 (rubricato appunto "*Sui criteri di convergenza*") allegato al TFUE, mentre i parametri di riferimento del 3% per il disavanzo e del 60% per il debito pubblico sono fissati dal Protocollo n. 12 (rubricato appunto "*Sulla procedura per i disavanzi eccessivi*") anch'esso allegato al TFUE.

<sup>39</sup> C. CAVALLARI, *Manuale di diritto dell'Unione Europea. Aspetti istituzionali e politiche comunitarie*, Nel diritto Editore, Molfetta (BA), 2016, p. 278.

<sup>40</sup> In Italia il cambio fu fissato a 1.936,27 lire per ogni euro, in Germania a 1,96 marchi per ogni euro, in Francia a 6,56 franchi per ogni euro, in Spagna a 166 pesetas per ogni euro.

### ***1.2.2 - Una moneta senza Stato***

Il passaggio all'euro è stato uno dei principali eventi economici dall'inizio del ventunesimo secolo. I sostenitori dell'euro hanno sempre enfatizzato la sua enorme importanza simbolica, come garanzia per evitare conflitti tra i popoli europei, dopo le due guerre che avevano insanguinato la storia europea nel ventesimo secolo<sup>41</sup>.

A questo si aggiungevano altri vantaggi di natura più squisitamente economica: non c'era più bisogno di cambiare la valuta quando ci si trasferiva da un Paese all'altro; non c'erano più le oscillazioni dei tassi di cambio, di cui le imprese europee si erano sempre preoccupate in precedenza.

Tuttavia, avere una moneta comune presenta anche i suoi svantaggi, che consistono essenzialmente nel rinunciare a due leve: la politica monetaria che determina il tasso di interesse e la politica del cambio che determina il tasso di cambio.

---

<sup>41</sup> Il secondo dopoguerra rappresentò un momento straordinariamente favorevole per il processo di integrazione europea. Gli orrori della seconda guerra mondiale, con i milioni di morti e le enormi distruzioni causate, erano presenti nella coscienza di tutti gli europei. Diffusa era la sensazione che la frammentazione del continente in una pluralità di Stati fosse stata una delle principali cause della guerra. Agli occhi di molti uomini politici e intellettuali dell'epoca, l'unità europea costituiva l'unica via possibile per la costruzione di un ordine e di una pace duraturi. Radicata era la convinzione che, solo attraverso una organizzazione sovranazionale, la minaccia di una guerra tra le potenze europee potesse essere permanentemente scongiurata. Adenauer, De Gasperi, Schumann, Monnet, Einaudi, Spinelli furono tra i principali fautori e promotori del processo di integrazione. Il primo nucleo di tale processo si realizzò intorno all'asse franco-tedesco, punto nevralgico dei rapporti internazionali nel vecchio continente e origine dei più gravi conflitti scoppiati nella prima metà del ventesimo secolo. Per un esame approfondito della storia delle istituzioni europee, si rinvia a G. MAMMARELLA, P. CACACE, *Storia e politica dell'Unione Europea*, Laterza, Bari, 2008.

L'anomalia originaria della moneta unica era stata chiaramente avvertita sin dal momento in cui il Trattato di Maastricht – confluito successivamente nel Trattato dell'Unione Europea (TUE) – fu stipulato nel 1992<sup>42</sup>. L'adozione della moneta unica si rese necessaria per assicurare il corretto funzionamento del mercato unico. Questa fu la scelta politica di allora, audace anche se in un certo senso obbligata<sup>43</sup>. L'esigenza di assicurare le quattro libertà fondamentali (libertà di circolazione delle persone, dei servizi, delle merci e dei capitali) all'interno del mercato comune non era compatibile con tassi di cambio variabili e dunque con politiche monetarie autonome affidate ai singoli Stati membri. La moneta unica si era resa necessaria per consentire agli Stati membri del mercato comune una parità di condizioni altrimenti minacciata da svalutazioni competitive<sup>44</sup>. Prima di condividere la stessa moneta, da sempre i Paesi europei si erano fatti concorrenza reciproca attraverso un'azione sui tassi di cambio. La svalutazione era servita a creare una competitività immediata, seppure artificiale e provvisoria, che nel lungo periodo aveva prodotto esclusivamente inflazione<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Il Trattato dell'Unione europea (TUE) fu firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992 ed entrò in vigore il 1° novembre 1993.

<sup>43</sup> A. PADOA-SCHIOPPA, *Verso la federazione europea? Tappe e svolte di un lungo cammino*, Il Mulino, Bologna, 2014, p. 471.

<sup>44</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, Il Mulino, pp. 33-35.

<sup>45</sup> E. LETTA, *Contro venti e maree. Idee sull'Europa e sull'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 103.

Nacque così una “*moneta senza Stato*”, per usare l’efficace espressione coniata da Tommaso Padoa-Schioppa, uno dei principali artefici dell’euro<sup>46</sup>. Già allora fu prevista la fragilità di tale moneta allorquando una situazione di crisi avesse messo in tensione i mercati, pronti a reagire alle differenze così sensibili tra i diversi bilanci nazionali nel quadro di una moneta comune. I vincoli di Maastricht sui deficit e sui debiti pubblici nazionali furono posti proprio allo scopo di evitare queste tensioni, pur nella chiara consapevolezza, da parte degli osservatori più lucidi, che tali difese non sarebbero bastate e che la costruzione avrebbe dovuto a tempo debito essere completata, perché a rischio<sup>47</sup>.

Al tempo del lancio della moneta unica, non pochi economisti, soprattutto di scuola americana, sottolinearono i rischi di un’unione

---

<sup>46</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Bologna, Il Mulino, 2004, p. 242.

<sup>47</sup> Di “moneta senza Stato” parla anche il Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco, il quale – riprendendo l’espressione di Tommaso Padoa-Schioppa – afferma: “L’introduzione dell’euro è stato un passo fondamentale del cammino verso l’integrazione europea, che è lungo, difficile e lontano dal compimento. Come notava già profeticamente Tommaso Padoa-Schioppa nel 1998, ha ragione chi sottolinea, oltre all’importanza, anche l’incompletezza e i rischi dell’Unione monetaria. L’incompletezza si è concretizzata nell’assenza di un bilancio comune e di un’unione politica: l’euro, il bersaglio di tante accuse, è “una moneta senza Stato”. Insieme con le debolezze di alcuni paesi membri, tale assenza ha alimentato a partire dal 2010 la crisi dei debiti sovrani dell’area dell’euro. La governance economica dell’area si era fondata su un fragile connubio tra forze di mercato e regole di bilancio. Dalle prime si aspettavano stimoli sufficienti alla convergenza macroeconomica tra i paesi membri, che in realtà è stata limitata. Alle seconde si era fatto ricorso per favorire la conduzione di politiche di bilancio prudenti; ma le regole si sono dimostrate chiaramente insufficienti”. I. VISCO (intervista a), *Il futuro della moneta senza Stato*, Aspenia, 9 giugno 2014, pp. 18-19.

monetaria in assenza di un'unione politica<sup>48</sup>. Per espressa regola del TFUE<sup>49</sup>, la Banca centrale europea non può acquistare direttamente titoli del debito pubblico dei vari Paesi membri. In assenza di un debito federale europeo, questa regola metteva un freno alla emissione di debito pubblico da parte dei vari Stati membri. Il problema di fondo era quindi che la moneta unica europea non si era accoppiata, sin dal suo avvio, ad un'unica politica fiscale europea. Gli Stati membri avevano rinunciato alla sovranità monetaria ma non a quella fiscale. L'euro era la sola moneta nella storia a non essere l'espressione della sovranità monetaria di uno Stato perché era stato volontariamente reciso il legame tra politica monetaria della BCE e politiche fiscali dei vari Stati membri e non si era stati capaci di impostare una politica fiscale comune<sup>50</sup>.

Questi argomenti, seppure condivisibili, si scontravano con le argomentazioni altrettanto condivisibili di quanti, come Guido Carli e Carlo

---

<sup>48</sup> Alcuni premi Nobel dell'economia – come Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Amartya Sen, Milton Friedman, James Mirrless, Christopher Pissarides – non hanno mai nascosto il proprio scetticismo verso il progetto europeo. Per un esame più approfondito, si rinvia a C. COTTARELLI, *Il macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Feltrinelli, Milano, 2016, p. 66.

<sup>49</sup> L'articolo 123 del TFUE, che introduce il divieto di monetizzazione del debito, stabilisce: “Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali”.

<sup>50</sup> M. DE CECCO, *Il paese-centro e gli altri. Come (non) funziona l'Unione monetaria e il futuro dell'euro*, Economia italiana, n. 3 del 2014, p. 42.

Azeglio Ciampi<sup>51</sup>, ritenevano che il disordine monetario, che era seguito alla fine del regime di Bretton Woods, stesse generando tensioni economiche e politiche insostenibili all'interno del mercato unico europeo. Del resto, la consapevolezza della fragilità della costruzione monetaria europea era lucidamente presente nella testa dei suoi stessi “architetti”, come recentemente sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco nelle “Considerazioni finali” del 31 maggio 2019<sup>52</sup>.

### ***1.2.3 - La crisi dell'euro e dei debiti sovrani***

Nel 2009 e negli anni successivi, l'Eurozona fu colpita da una grave crisi, che va sotto il nome di “crisi dell'euro e dei debiti sovrani” e che ha quasi portato alla rottura dell'unione monetaria. La ragione principale della crisi fu l'arresto improvviso dei flussi di capitale dai Paesi *core* (in particolare dalla Germania) verso i Paesi della periferia (in particolare Portogallo, Irlanda,

---

<sup>51</sup> Guido Carli è stato Governatore della Banca d'Italia (dal 1960 al 1975) e Ministro del Tesoro (dal 1989 al 1992). Carlo Azeglio Ciampi è stato Governatore della Banca d'Italia (dal 1979 al 1993), Presidente del Consiglio (dal 1993 al 1994), Ministro del Tesoro (dal 1996 al 1999), Presidente della Repubblica (dal 1999 al 2006). Si rimanda, in proposito, alla puntuale ricostruzione contenuta in MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Ciampi a Via Venti Settembre*, Istituto Poligrafico Zecca dello Stato, Roma, 2017.

<sup>52</sup> Queste le parole pronunciate da Ignazio Visco: “*Chi aveva disegnato l'architettura istituzionale dell'Eurozona era consapevole della fragilità della costruzione. Ancora prima dell'introduzione dell'euro erano state sottolineate la peculiare condizione di una moneta senza Stato, la solitudine istituzionale della BCE, i problemi posti dalla mobilità imperfetta del lavoro e dei capitali. Si faceva affidamento sulla spinta che l'integrazione avrebbe dato alla convergenza economica dei Paesi membri e su una strategia di riforme gradualì, da compiere al maturare delle condizioni politiche*”. I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore*, Banca d'Italia, 31 maggio 2019, p. 20.

Grecia e Spagna). Con la creazione dell'unione monetaria, la moneta unica aveva eliminato il rischio di cambio, un ostacolo non da poco al flusso di capitali tra i Paesi. In poco tempo, il capitale era confluito in grandi quantità dai Paesi ricchi di capitale (come la Germania) verso i Paesi relativamente poveri di capitale (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna). La modalità con cui erano avvenuti questi flussi di capitale era principalmente attraverso il prestito di fondi da parte delle banche del centro verso le banche della periferia. Il problema fu che le banche della periferia non utilizzarono le risorse finanziarie per concedere prestiti alle imprese e finanziare in tal modo investimenti che aumentassero lo stock di capitale nei loro Paesi, ma per concedere prestiti per finanziare i consumi delle famiglie (in Portogallo), la spesa pubblica (in Grecia), la bolla immobiliare (in Irlanda e Spagna). Se questi Paesi avessero accresciuto lo stock di capitale, alla fine la maggiore produttività del nuovo capitale avrebbe consentito di rimborsare i prestiti. I prestiti furono invece utilizzati – come detto – per aumentare i consumi, la spesa pubblica oppure per costruire case che spesso rimasero vuote. Sicché, quando i prestiti giunsero a scadenza, non c'erano risorse sufficienti per rimborsarli<sup>53</sup>.

Per circa otto anni dall'introduzione dell'euro (dal 2002 al 2009), il problema non si era presentato perché il capitale continuava a scorrere dal centro alla periferia: il nuovo debito permetteva alla periferia di rimborsare i prestiti quando giungevano a scadenza. Questo meccanismo, però, non

---

<sup>53</sup> Questa spiegazione della crisi dell'euro è contenuta in O. BLANCHARD, F. GIAVAZZI, A. AMIGHINI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 521-522.

poteva durare per sempre: quando la crisi finanziaria colpì dapprima gli Stati Uniti (con la crisi dei mutui *sub-prime* nel 2007 e il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers nel settembre 2008), e poi si propagò in Europa, i flussi di capitale all'interno dell'Eurozona si arrestarono improvvisamente. Questo produsse il caos nelle banche europee: le banche della periferia rischiarono anch'esse il fallimento perché i prestiti che avevano concesso non venivano rimborsati. Per qualche tempo, durante il triennio 2010-2011-2012, gli investitori considerarono seriamente il rischio di un disfacimento della moneta unica e di un ritorno alle precedenti valute nazionali. L'Eurozona fu ad un passo dalla rottura. Sopravvisse solo perché i Governi europei intervennero per salvare le banche e perché la BCE rese inequivocabile che non avrebbe mai permesso la disintegrazione dell'unione monetaria. Il 26 luglio 2012 il Presidente della Banca centrale europea Mario Draghi tenne a Londra un discorso, rimasto famoso, che cambiò completamente le aspettative degli investitori<sup>54</sup>.

La crisi dell'euro è stata in qualche modo superata, ma ha lasciato profonde cicatrici. L'Eurozona si trova oggi a dover affrontare un grande problema, che è la più grande eredità della crisi: capire se e come l'Eurozona può funzionare effettivamente come un'unione monetaria. Una moneta comune implica anche una politica monetaria comune, che significa medesimi tassi di interesse nei diversi Paesi europei. Se un Paese subisce una

---

<sup>54</sup> “*Nell’ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l’euro. E, credetemi, sarà sufficiente*”. Queste parole furono pronunciate a braccio da Draghi durante un suo intervento alla Global Investment Conference che si svolse a Londra il 26 luglio 2012, davanti a una platea formata da investitori e dirigenti d’azienda. La vicenda è ricostruita in modo circostanziato da F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell’economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 132.



profonda recessione e un altro Paese si trova nel mezzo di una espansione economica, il primo Paese avrebbe bisogno di bassi tassi di interesse per incentivare consumi e investimenti, il secondo Paese invece necessiterebbe di alti tassi di interesse per tenere a freno la crescita dell'economia ed evitare inflazione. Secondo Robert Mundell, premio Nobel dell'economia per i suoi studi pionieristici sul tema, un'area valutaria ottimale per poter funzionare deve soddisfare una delle seguenti condizioni<sup>55</sup>.

La prima condizione è che i Paesi aderenti devono sperimentare gli stessi shock (cosiddetti “shock simmetrici”). Se hanno shock simili, allora la banca centrale comune può attuare la medesima politica monetaria.

L'altra condizione – alternativa alla prima – dovrebbe essere rispettata qualora i Paesi siano colpiti da shock diversi (cosiddetti “shock asimmetrici”),

---

<sup>55</sup> Si veda R. MUNDELL, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in *American Economic Review*, vol. 51, n. 4, 1961, pp. 657-665. Pur consapevole dei limiti entro i quali le aree valutarie ottimali possono funzionare, Mundell auspicava un mondo con una sola moneta attraverso lo slogan “*One world, one money*”. Al riguardo, così si esprime Fabrizio Saccomanni: “*Certo ci vorrà molto tempo e ci saranno forti resistenze di tutte le parti in causa, ma la pressione per dar vita a un sistema dei pagamenti globale, usando nuove tecnologie, sarà fortissima; la pluralità delle monete e le loro oscillazioni finiranno per essere visti come ostacoli allo sviluppo del commercio, dell'investimento e dell'innovazione*”. F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 167.

Toni pessimistici usa, invece, Giuseppe Ugo Rescigno, il quale scrive: “*(...) nessuno Stato da solo è in grado oggi di governare la moneta (in realtà, se lo fosse, significherebbe che un solo Stato governa il mondo, e gli altri sono province amministrative subordinate al potere del primo); soltanto l'accordo tra gli Stati più potenti può riuscire a porre qualche limite al dominio della moneta (...)*”. Conclude l'autore. “*Gli Stati sono armati, e si armano sempre di più; crescono i luoghi e le occasioni di scontro tra gli Stati; cresce la tentazione e la politica degli Stati di scaricare sugli altri i problemi e le contraddizioni che anche e soprattutto l'economia, e con l'economia la moneta, crea e accresce continuamente*”. G.U. RESCIGNO, *Moneta e Stato*, Diritto Pubblico, n. 2 del 2017, p. 334.

nel senso che alcuni Paesi sono colpiti da recessione e altri Paesi, invece, attraversano una fase di boom economico. In questa seconda ipotesi, deve esserci un'elevata mobilità dei fattori produttivi, specialmente dei lavoratori. Se i lavoratori sono disposti a spostarsi dai Paesi in recessione ai Paesi in espansione, la loro mobilità consente ai Paesi di aggiustarsi, reagendo spontaneamente agli shock asimmetrici.

L'Eurozona, negli anni iniziali dell'introduzione della moneta unica, non aveva i requisiti di un'area valutaria ottimale. Nessuna delle due condizioni – evidenziate da Robert Mundell nella sua teoria delle aree valutarie ottimali – sembrava soddisfatta dai Paesi dell'Eurozona. I Paesi europei hanno sempre subito shock molto diversi e anche la mobilità del lavoro tra Paesi europei era molto bassa a causa soprattutto di barriere linguistiche e culturali.

Eppure, da qualche anno a questa parte, è in atto un processo di convergenza a livello europeo anche sotto questo profilo. Oggi, la mobilità dei lavoratori è di gran lunga più elevata rispetto ai primi anni di vita dell'euro, anche grazie ai progetti di formazione che hanno incoraggiato molti giovani europei a studiare e a lavorare all'estero<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> L'Erasmus, per esempio, è riconosciuto come un programma bandiera dell'Unione europea. In oltre vent'anni di vita, ha permesso a più di nove milioni di giovani di studiare o di lavorare in un Paese diverso dal proprio per un periodo che va dai pochi mesi ai tre anni. Secondo le valutazioni d'impatto della Commissione europea, chi fa l'Erasmus impara una nuova lingua, espande i propri orizzonti professionali, allarga la propria rete di contatti e, quel che più conta, comincia a sentirsi più europeo. Al riguardo, si rinvia a J. OTTAVIANI, *All'Europa serve un Erasmus più grande e inclusivo*, Internazionale, 3 aprile 2019.

Anche secondo Giuliano Amato, la percezione che le nuove generazioni hanno dell'Europa è di gran lunga più favorevole rispetto alle generazioni di mezzo, grazie soprattutto alle opportunità loro offerte di soggiornare, per motivi di studio o di lavoro,

In ogni caso, la decisione di adottare l'euro è il frutto di una visione politica dell'Europa, più che di modelli squisitamente economici<sup>57</sup>. Affonda le proprie radici nella volontà di una classe politica lungimirante – quella che aveva vissuto sulla propria pelle gli orrori del secondo conflitto mondiale – di costruire una pace e un benessere duraturi per i popoli europei, abituati per secoli a farsi la guerra<sup>58</sup>.

Con la crisi dell'euro, Paesi come il Portogallo, l'Irlanda, la Grecia, la Spagna sono caduti in profonde recessioni. Prima della crisi dell'euro, questi Paesi avevano vissuto una forte crescita della domanda e grandi aumenti del disavanzo commerciale. Con la crisi, si sono ritrovati improvvisamente ad affrontare una drastica riduzione della spesa, della produzione e una difficoltà sempre maggiore nel finanziare gli squilibri commerciali. Se avessero avuto la loro valuta nazionale, avrebbero potuto svalutarla rispetto agli altri Paesi

---

in altri Paesi europei. Si veda G. AMATO, *La resistibile ascesa dell'antieuropeismo nel tempo delle generazioni di mezzo*, Amministrazione in Cammino, 31 ottobre 2018.

<sup>57</sup> Al riguardo Giulio Tremonti scrive: *“Comunque, all'origine dell'euro non c'è mai stata solo un'idea “economica”, ma piuttosto e soprattutto anche una generale idea politica: “federate i loro portafogli e federerete i loro cuori!”. Su questa base, per la prima volta nella storia moderna, e comunque su così vasta scala, si è generata una moneta affatto particolare: una moneta per così dire multinazionale. Una moneta senza governi e governi senza moneta. Con quello che necessariamente ne è derivato e ne deriva, anche nella particolarità e nella complessità della sua governance. (...) In ogni caso oggi l'euro è davvero irreversibile, soprattutto dopo la globalizzazione: non solo perché ispira fiducia, ma anche perché ispira paura. Paura per il rischio della sua scomparsa o di improvvisate alternative”*. G. TREMONTI, *Cosa è andato storto in Europa*, in A.F. ARCELLI, A. FEDERICO (a cura di), *L'Europa nell'età dell'incertezza*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli (CZ), 2019, pp. 29-30.

<sup>58</sup> Si rinvia, in proposito, a O. BLANCHARD, F. GIAVAZZI, A. AMIGHINI, *Macroeconomia*, Il Mulino, 2009, p. 604. Più recentemente, nel dibattito sull'euro, è intervenuto Luigi Zingales, evidenziando i vantaggi politici, più che economici, della moneta unica. Si veda L. ZINGALES, *L'euro? Una creatura politica*, Il Sole 24 Ore, 16 maggio 2016.

europei per stimolare la domanda estera verso le proprie esportazioni. Ma siccome avevano tutti la stessa moneta, questo non è stato possibile. C'è stata, invece, una riduzione di prezzi e salari in questi Paesi relativamente agli altri Paesi europei. Il risultato è stato un lento e doloroso processo di aggiustamento.

Alla crisi dell'euro si è poi aggiunta la crisi dei debiti sovrani, che ha coinvolto verso la fine del 2009 Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna e poi anche l'Italia nel 2011.

A parte la Grecia – dove il debito era già alto prima dello scoppio della crisi –, in Portogallo, Irlanda e Spagna la crisi aveva fatto pressoché raddoppiare il rapporto debito-Pil, essenzialmente a causa di due fattori<sup>59</sup>. In primo luogo, c'era stato un considerevole aumento dei deficit di bilancio, per l'operare degli stabilizzatori automatici (riduzione delle entrate fiscali e aumento della spesa pubblica in conseguenza della contrazione del Pil). In secondo luogo, era emersa la necessità di soccorrere le banche nazionali con risorse pubbliche per evitarne il fallimento.

Quando alla fine del 2007 la crisi finanziaria mondiale colpì anche il nostro Paese, il rapporto debito-Pil era al suo minimo 99,8%<sup>60</sup>. Negli anni successivi, dal 2008 in poi, l'Italia ha compiuto un notevole sforzo per evitare

---

<sup>59</sup> Nel 2007, prima dello scoppio della crisi, il rapporto debito-Pil era: Portogallo 72,7%, Irlanda 23,9%, Grecia 103,1% e Spagna 35,8%. Nel 2012, dopo che la crisi aveva colpito duramente, il rapporto era cresciuto notevolmente in tutti i Paesi: Portogallo 129,0%, Irlanda 119,9%, Grecia 159,6% e Spagna 86,3%. I dati sono tratti da BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 8.

<sup>60</sup> MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE - DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Rapporto sul debito pubblico 2018*, Roma, 26 luglio 2019, p. 56.

che la dinamica del rapporto debito-Pil andasse fuori controllo. In questi anni, l'aumento del debito in rapporto al Pil è stato tutto sommato contenuto, se paragonato ad altri Paesi europei, attestandosi a fine 2018 intorno al 134,8%<sup>61</sup>. Tuttavia, nell'autunno del 2011, nel momento più grave della crisi per il nostro Paese, la situazione finanziaria divenne quasi insostenibile. A novembre 2011 lo spread tra i titoli decennali italiani e quelli tedeschi toccò i 574 punti base: era il segnale di un possibile *default*<sup>62</sup>.

Un discorso a parte merita la crisi del debito greco. Nell'ottobre 2009, in Grecia, a seguito delle elezioni politiche, il Governo passò da una maggioranza di centro-destra a una maggioranza di centro-sinistra. Il 12 ottobre 2009 il nuovo Governo, guidato da George Papandreu, annunciò che il rapporto deficit-Pil era al 12,5%, e non al 6% come certificato dal precedente Governo. In sostanza il nuovo Governo accusava quello

---

<sup>61</sup> Al 31 dicembre 2018 lo stock di debito pubblico italiano ammontava a 2.380 miliardi di euro, a fronte di un valore del Pil pari a 1.765 miliardi, con un rapporto pari a 138,8%. Al riguardo si rinvia, al documento “*Andamento e composizione del debito pubblico al 31 dicembre 2018*” presente nel sito istituzionale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Tale documento presenta la serie storica degli ultimi quattro anni (dal 2015 al 2018) del debito delle Amministrazioni pubbliche, secondo la notifica inviata alla Commissione Europea in base al regolamento (UE) n. 3605 del 1993, così come modificato dal regolamento (UE) n. 479 del 2009.

<sup>62</sup> Le ore drammatiche vissute dal nostro Paese in quei giorni sono ben raccontate da Veronica De Romanis: “*Il 9 novembre 2011 lo spread fa segnare il record di 574 punti base. Quella sera stessa il Presidente della Repubblica, Giorgio Napolitano, nomina senatore a vita l'ex commissario europeo Mario Monti. Una mossa che appare allora poco decifrabile a gran parte dell'opinione pubblica, ma che rappresenta il primo tassello di un disegno politico più ampio, destinato a prendere corpo di lì a poco. Il 12 novembre, l'allora premier Silvio Berlusconi rassegna le dimissioni. Il nome del successore è già pronto, ed è proprio quello del neosenatore a vita. Solo due giorni dopo, il 14 novembre, il Governo Monti – composto da personalità provenienti dal mondo dell'accademia e delle istituzioni – si insedia a palazzo Chigi*”. V. DE ROMANIS, *L'austerità fa crescere. Quando il rigore è la soluzione*, Marsilio, Venezia, 2017, p. 118-119.

precedente di aver truccato i conti pubblici, occultando alcune spese e gonfiando alcune entrate<sup>63</sup>.

Gli investitori cominciarono ad avere dubbi e a domandarsi se il debito greco era davvero attendibile. Soprattutto cominciarono a chiedersi se il titolo greco era una obbligazione della Grecia oppure una obbligazione dell'Eurozona, come avevano erroneamente ritenuto fino a quel momento. Prima dello scoppio della crisi, gli investitori avevano considerato i titoli di Stato della Grecia (e degli altri Paesi) come titoli di Stato dell'Eurozona nel suo complesso. In quei giorni, invece, gli investitori scoprirono con sorpresa che i Trattati europei non prevedono alcun meccanismo di solidarietà tra gli Stati ma che, al contrario, esiste un esplicito divieto di salvataggio sancito dall'articolo 125 del TFUE. Ogni Paese, pur facendo parte della medesima area valutaria, doveva essere considerato con un rischio a sé stante.

Purtroppo, la crisi greca dell'autunno 2009 era stata preceduta nel 2007 dalla crisi dei mutui *sub-prime* americani e nel settembre 2008 dal fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, che avevano prodotto profonde crepe nel sistema finanziario internazionale. Forse, se non si fossero verificate le crisi americane nel 2007-2008, la crisi greca sarebbe passata inosservata agli occhi dei mercati finanziari e non avrebbe provocato i grossi problemi di contagio che poi effettivamente generò<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Per una esposizione particolareggiata dei drammatici eventi che segnarono la crisi greca, si rimanda a C. COTTARELLI, *Il macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Il Mulino, Bologna, 2016, pp. 85-98.

<sup>64</sup> I ragionamenti qui condotti si basano sulla lezione tenuta a Roma, il 10 maggio 2013, da Davide Iacovoni – all'epoca dirigente della Direzione del Debito pubblico del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, oggi direttore generale della direzione del Debito pubblico – presso la Scuola Superiore di Economia e

La percezione che i mercati finanziari ebbero della crisi greca fu dirompente. Gli investitori cominciarono a pensare che, se i titoli greci erano più rischiosi, allora conveniva detenerne di meno: conseguentemente il loro prezzo si ridusse e aumentò il rendimento richiesto per comprarli. Dopo la crisi greca, cominciarono ad allargarsi gli spread tra i Bund tedeschi (i titoli del debito decennali della Germania) e i titoli decennali di alcuni Paesi europei: Portogallo, Irlanda, Italia, Spagna, oltre ovviamente alla stessa Grecia. Gli spread osservabili sul mercato nel 2010 (nel pieno della crisi) erano molto vicini agli spread registrati nel 1999 (prima dell'introduzione dell'euro). La deduzione che se ne trasse è che questa situazione preludeva alla fine dell'euro<sup>65</sup>.

Per cercare di fermare il rapido aumento dei premi per il rischio, molti Paesi dell'Eurozona, già in recessione, non ebbero altra scelta che attuare politiche di bilancio restrittive e quindi pro-cicliche. Fu il prezzo da pagare per convincere i mercati finanziari dell'impegno degli Stati a garantire la solidità dei conti pubblici e riguadagnare la loro fiducia, evitando un disastro finanziario. I costi economici e sociali di questa scelta in termini di disoccupazione furono elevati, ma servirono ad evitare il tracollo finanziario e soprattutto la fine dell'euro.

---

Finanze, nell'ambito del Master in finanza pubblica per funzionari e dirigenti della pubblica amministrazione. D. IACOVONI, *Eurozone Sovereign Debt Crisis*, Roma, 10 maggio 2013.

<sup>65</sup> Per un'accurata analisi si rinvia a A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, Roma, gennaio 2013.

### 1.3 - Le riforme da compiere verso una maggiore integrazione

Fino alla crisi dell'euro iniziata nell'autunno 2009, il dibattito sui benefici e sui costi di appartenere alla medesima area monetaria era rimasto pressoché astratto, confinato negli ambiti ristretti dei convegni accademici.

A partire dal 2010, la scoperta del rischio di debito sovrano e della sua pericolosità invertì il processo virtuoso che stava operando fino a poco tempo prima. I mercati cominciarono a rendersi conto che l'integrazione tra i Paesi membri dell'Eurozona non era così profonda come si pensava inizialmente. Le differenze strutturali tra gli Stati dell'Eurozona erano ancora molto accentuate: realtà così diverse avrebbero potuto creare gravi squilibri. Inoltre non vi era, nei Trattati, alcuna regola che obbligasse gli Stati a socorrersi reciprocamente in caso di necessità o che contemplasse una qualche forma di condivisione del rischio (*risk sharing*). Gli operatori finanziari reagirono rapidamente per coprirsi dai rischi dei Paesi meno sicuri. Le banche dei Paesi *core* (Germania in testa) misero in atto una massiccia strategia di *deleveraging*, al fine di ridurre le loro esposizioni verso i Paesi periferici (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna). Contestualmente le banche dei Paesi periferici furono chiamate ad assorbire l'improvviso eccesso di offerta di obbligazioni emesse dai loro stessi Governi. La conseguenza di questi comportamenti degli investitori, da un lato, e delle banche, dall'altro, fu la progressiva nazionalizzazione del debito pubblico dei Paesi in difficoltà. Inoltre, quella che fino a pochi anni prima era stata sostanzialmente un'unica curva dei rendimenti sui titoli di Stato di tutta l'Eurozona iniziò a disintegrarsi



e a lasciare spazio all'esplosione degli spread e alla osservazione di tante curve dei rendimenti in corrispondenza di ciascun Paese membro<sup>66</sup>.

Con la crisi dell'euro emerse appieno l'inadeguatezza della governance economica dell'Eurozona. Le regole dei Trattati non furono in grado di orientare in modo appropriato le politiche nazionali e di assicurarne il necessario coordinamento. L'assenza di strumenti comuni per la gestione della crisi la rese più lunga e intensa e favorì fenomeni di contagio.

Fu chiaro, una volta per tutte, che le regole fiscali incluse nel TFUE – divieto di monetizzazione del debito (articolo 123), divieto di salvataggio esterno o *no bail-out clause* (articolo 125), divieto di disavanzo eccessivo (articolo 126) – non erano volte a promuovere il coordinamento delle politiche, ma piuttosto a proteggere l'integrità della politica monetaria da azioni irresponsabili da parte dei singoli Paesi<sup>67</sup>.

Oggi è evidente che l'Eurozona è una costruzione fragile e incompleta. Molti dei suoi problemi derivano da questa incompiutezza. Un'unione monetaria dovrebbe essere incorporata in un'unione politica. L'idea che l'Eurozona andasse bene così e che non fosse necessario compiere passi sostanziali in direzione di un'unione politica si è rivelata illusoria. Ormai l'alternativa è: andare avanti sino a portare l'Eurozona verso uno Stato autenticamente federale oppure lasciare le istituzioni europee così come sono, inadeguate a far fronte non solo alle sfide del mondo globalizzato ma persino alle esigenze del corretto funzionamento del mercato unico.

---

<sup>66</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, p. 24.

<sup>67</sup> F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 118.

Nei prossimi paragrafi saranno esaminati i passi da compiere per rendere più solida l'Eurozona:

- rafforzare il ruolo della BCE come prestatore di ultima istanza;
- completare l'unione bancaria;
- approfondire l'unione del mercato dei capitali;
- allargare il bilancio europeo e accentrare le politiche fiscali dei Paesi membri dell'Eurozona.

#### **1.4 - Il rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza**

La Banca centrale europea (BCE), nata nel 1998, gestisce la politica monetaria dell'Eurozona. Spesso essa viene paragonata alla Federal Reserve (FED), la banca centrale americana. In realtà tra i due istituti di emissione esistono due differenze sostanziali<sup>68</sup>.

La prima differenza riguarda gli obiettivi di politica economica istituzionalmente perseguiti da ciascuna banca centrale. La BCE ha l'obiettivo fondamentale di assicurare la stabilità monetaria, vale a dire tenere sotto controllo l'inflazione, così come previsto dall'articolo 127 del TFUE<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Per un approfondimento del ruolo della BCE all'interno dell'Unione monetaria si rinvia a F. CAPRIGLIONE, *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM, SRM*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2016, pp. 537-545.

<sup>69</sup> Al riguardo l'articolo 127, paragrafo 1, del TFUE dispone: “L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi”. In base all'articolo 127, paragrafo 2, del TFUE, i compiti fondamentali da assolvere tramite l'Eurosistema

Viceversa la FED, oltre all'obiettivo della stabilità dei prezzi, ha anche quello dell'occupazione<sup>70</sup>. In sostanza, la BCE ha mutuato dalla Bundesbank, la banca centrale tedesca, un modello di banca attenta al controllo dell'inflazione, con un obiettivo del 2% in termini di inflazione media. Sicché l'istituto di Francoforte non può acquistare direttamente sul mercato primario i titoli del debito degli Stati membri ma solo sul mercato secondario con lo scopo di tenere sotto controllo l'inflazione<sup>71</sup>.

---

sono: definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro; svolgere le operazioni sui cambi; detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro (gestione di portafoglio); promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Inoltre, in virtù del TFUE e del regolamento (UE) n. 1024 del 2013 del Consiglio (regolamento sul Meccanismo di Vigilanza Unico - MVU), la BCE assolve compiti specifici riguardanti la vigilanza prudenziale degli enti creditizi situati negli Stati aderenti all'unione bancaria. Essa svolge tali compiti nel quadro del Meccanismo di Vigilanza Unico composto dalla stessa BCE e dalle autorità nazionali competenti. Sull'organizzazione e sul funzionamento della Banca centrale europea, si rinvia al sito istituzionale della BCE.

<sup>70</sup> *“Massima occupazione, prezzi stabili e tassi di interesse a lungo termine contenuti”*: questi sono gli obiettivi della Federal Reserve in base al suo statuto. Al riguardo si rinvia a M. FRANZINI, *Politica economica*, Egea, Milano, 2017, p. 117.

<sup>71</sup> L'acquisto diretto dei titoli di Stato è espressamente vietato dall'articolo 123 del TFUE che introduce il divieto di monetizzazione del debito. Nello specifico l'articolo 123 dispone: *“Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri, a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali”*.

Tale divieto viene ribadito dall'articolo 21 (Operazioni con enti pubblici) del Protocollo n. 4 (Sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea) del TFUE che al paragrafo 1 stabilisce: *“Conformemente all'articolo 123 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali”*.

La seconda differenza significativa tra BCE e FED riguarda il ruolo di prestatore di ultima istanza assunto da ciascuna banca centrale<sup>72</sup>. Mentre la FED agisce da prestatore di ultima istanza, la BCE non ha questo ruolo. Questa funzione consiste nell'assicurare liquidità al sistema bancario e finanziario in caso di difficoltà e si concretizza anche nell'impedire il fallimento di banche o istituti bancari, spesso considerati troppo grandi per fallire (*too big to fail*)<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> In un Paese monetariamente indipendente – che emette cioè gli strumenti di debito nella propria moneta – la crisi di liquidità viene evitata grazie alla banca centrale che all'occorrenza acquista i titoli di Stato e fornisce al Governo tutta la liquidità necessaria. Il motivo per cui le banche centrali hanno la funzione di prestatori di ultima istanza nei mercati dei titoli di Stato è lo stesso per cui hanno questa responsabilità verso il settore bancario. Le banche contraggono debiti a breve scadenza ed erogano prestiti a lunga scadenza. Ciò crea una potenziale fragilità del settore bancario. Se i risparmiatori si precipitano tutti insieme agli sportelli per convertire i depositi in contante, le banche – le cui attività sono relativamente illiquide – non hanno il contante necessario per rimborsare i risparmiatori. Il settore bancario è quindi molto sensibile alle ondate di sfiducia che possono creare una crisi di liquidità. Nel tentativo di procurarsi contanti, le banche vendono parte delle loro attività, e in tal modo ne fanno scendere il prezzo. Ciò può condurre a una crisi di solvibilità. Questa caratteristica ha portato le banche centrali a fungere da prestatori di ultima istanza per il settore bancario. Il vantaggio offerto dalla funzione di prestatore di ultima istanza consiste nel fatto che, assicurando i titolari dei depositi circa il rimborso alla scadenza, la banca centrale riuscirà quasi sempre a prevenire le corse agli sportelli, cosicché raramente dovrà intervenire per fornire effettivamente contante alle banche.

Le banche centrali svolgono il medesimo ruolo di prestatore di ultima istanza anche nei confronti dello Stato. Le attività e le passività dello Stato hanno una struttura analoga a quella delle banche. Le passività dello Stato sono liquide, mentre le attività sono per lo più illiquide (infrastrutture, crediti nei confronti dei contribuenti, immobili). Perciò, se i risparmiatori vendono in misura massiccia i titoli di Stato, può accadere che lo Stato non abbia la liquidità sufficiente per rimborsare i detentori dei titoli alla scadenza. Sul punto si rinvia a P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, pp. 160-163.

<sup>73</sup> Si veda, a tal proposito, M. FRANZINI, *Politica economica*, Egea, Milano, 2017, p. 118.

Il punto più rilevante, in tema di ruolo di prestatore di ultima istanza, riguarda però la possibilità di acquistare titoli del debito pubblico di Stati membri, allo scopo di evitare difficoltà finanziarie non soltanto a questi ultimi ma anche ad altri Stati membri dell'unione monetaria. Il TFUE non vieta alla BCE di acquistare i titoli obbligazionari di banche e istituti finanziari, ma pone il divieto di acquistare i titoli del debito degli Stati membri: in altri termini, è soggetta al divieto esplicito di monetizzazione del debito di qualsiasi Stato membro (articolo 123 del TFUE). Questo divieto fu richiesto dalla Germania al momento del varo dell'unione monetaria come condizione per la propria adesione all'euro al fine di escludere possibili forme di condivisione dei rischi tra le varie economie dell'Eurozona. Ogni Paese deve essere virtuoso e contare solo sulle proprie forze. Questo è il leitmotiv dell'unione monetaria<sup>74</sup>.

A ben vedere, lo stesso divieto vale anche per la FED che non può intervenire in soccorso dei singoli Stati. La FED acquista titoli del debito dello Stato federale, non titoli del debito dei singoli Stati. La differenza tra FED e BCE sta nel fatto che nell'Eurozona non esiste un debito federale ma soltanto il debito dei singoli Stati. In altre parole, la FED può acquistare titoli del debito federale che in Europa non esistono.

Pertanto la BCE potrebbe trattare soltanto i titoli degli Stati membri dell'Eurozona e questo ha fatto in questi anni, stando attenta a non incorrere nel divieto di finanziare il loro debito pubblico e quindi acquistando tali titoli sul mercato secondario. Nel corso della crisi iniziata nel 2008, la BCE ha

---

<sup>74</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, p. 23

utilizzato uno strumento di intervento finalizzato a questo scopo, il *Securities Market Program*, che aveva durata limitata e disponeva di risorse esigue. Nel 2012, anche a seguito dei problemi di debito pubblico scoppiati in alcuni Paesi, è stato predisposto un nuovo strumento: *Outright Monetary Transactions* – OMT (acronimo inglese per “Operazioni Monetarie Definitive”) <sup>75</sup>. Esse consistono nell’acquisto di titoli del debito pubblico (aventi determinate scadenze) dei Paesi dell’Eurozona sul mercato secondario, cioè da possessori di titoli che erano già stati emessi. Ciò vuol dire che le risorse non possono andare direttamente agli Stati membri, che potrebbero utilizzarle per finanziare i propri deficit. Questo strumento si segnala anche perché l’accesso alle risorse che mette a disposizione è subordinato all’accettazione, da parte degli Stati che vi ricorrono, di una serie di condizioni che definiscono le politiche da adottare e presuppongono la formale richiesta all’*European Stability Mechanism* – ESM (acronimo per “Meccanismo Europeo di Stabilità” – MES), noto anche come Fondo salva-Stati. Questa procedura, che porta in Europa la “stretta condizionalità” applicata nel corso del tempo dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), solleva problemi non da poco per i vincoli

---

<sup>75</sup> Così Andrea Terzi spiega l’intera operazione: “L’inserimento delle Omt tra gli strumenti di politica monetaria ha modificato radicalmente la prassi della Bce, segnando il più rilevante “cambio di regime” della storia ventennale della moneta unica. Per salvaguardare la liquidità dei titoli pubblici di un paese in difficoltà, la Bce li avrebbe acquistati sul mercato secondario senza alcun limite prefissato, a condizione che il paese aderisse a un programma di assistenza finanziaria. La condizionalità è politicamente dettata dal fatto che con questa operazione la Banca centrale eliminerebbe di fatto il rischio di credito dei debiti creati non da un’autorità politica centrale, ma dai diversi partecipanti all’euro. Va notato che negli Stati Uniti la Fed non garantisce il debito emesso da livelli di governo inferiori a quello centrale. In questo senso, la Bce “fa più” della Fed. Il fatto stesso che la Bce avesse l’opzione di ricorrere, se necessario, alle Omt è bastato a ottenere l’effetto desiderato: una rapida e cospicua riduzione dei differenziali di rendimento dei titoli emessi dai diversi paesi, e quindi un riallineamento delle condizioni finanziarie dei paesi membri alle condizioni fissate dalla politica monetaria della Bce. Ancorché mai utilizzate, la creazione delle Omt ha avuto un impatto decisivo sulla moneta unica”. A. TERZI, *Quanta confusione su Omt, Qe e tassi di cambio*, lavoce.info, 20 luglio 2018.

che pone alla sovranità di un Paese. Un effetto positivo delle OMT è stato quello di allentare la pressione sui tassi di interesse dei Paesi ad alto debito come l'Italia.

Alla fine del 2012, nel mercato dei titoli di Stato, si cominciò ad osservare un drastico calo degli spread fra titoli di Stato europei. Eppure in quel periodo non vi furono significativi miglioramenti né dei fondamentali di finanza pubblica (quali il rapporto debito-Pil) né della situazione del debito esterno dei Paesi problematici dell'Eurozona. Il semplice annuncio che la BCE si era impegnata a effettuare interventi illimitati nei mercati dei titoli di Stato bastò a far scendere gli spread, specie quelli dei Paesi in cui prima dell'annuncio erano più elevati.

I mercati compresero che il rischio di ridenominazione dell'euro non era più giustificato e i differenziali sul debito sovrano cominciarono a restringersi in modo costante, ritornando alla fine del 2014 ai livelli precedenti al 2010.

Nel corso del tempo la BCE ha posto in essere una serie di interventi. Nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, la BCE avviò i primi interventi di politica monetaria non convenzionale<sup>76</sup>, attraverso due operazioni di LTRO

---

<sup>76</sup> Quando all'inizio della crisi i tassi di interesse raggiunsero un livello prossimo allo zero (*zero lower bound*), le banche centrali si ritrovarono incapaci di ridurlo ulteriormente, perdendo così la possibilità di utilizzare la politica monetaria convenzionale. Tentarono allora di influenzare l'attività economica in altri modi, attraverso appunto misure di politica non convenzionale. Lo schema logico era il seguente. Anche quando il tasso di *policy* è pari a zero, altri tassi di interesse nel sistema economico restano positivi, a causa dei vari premi per il rischio. Il premio per il rischio di un'attività finanziaria viene determinato, come qualsiasi altro prezzo sul mercato, dalla domanda e dall'offerta di tale attività. Se la domanda di un'attività finanziaria diminuisce – vuoi perché gli investitori diventano più avversi al rischio, vuoi perché alcuni investitori decidono semplicemente di non acquistare più quella attività – il premio per il rischio aumenta. Viceversa, se la domanda aumenta, il premio diminuisce.

(*Long Term Refinancing Operation*) con cui aumentò temporaneamente l'offerta di moneta.

Nel settembre 2014, la BCE adottò il TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operation*), un'operazione attraverso la quale fornì liquidità alle banche a condizione che tale liquidità fosse impiegata per erogare prestiti, al fine di stimolare la ripresa del credito bancario verso le imprese.

Ma è nel marzo 2015 che la BCE avviò la vera e propria operazione di *Quantitative Easing* (allentamento monetario) quando iniziò ad acquistare titoli del debito pubblico attraverso il programma PSPP (*Public Sector Purchase Program*).

---

È questa la logica che spinse le banche centrali ad acquistare altre attività finanziarie, oltre ai titoli a breve, con l'intenzione di ridurre il premio per il rischio e far diminuire così i tassi sui prestiti allo scopo di stimolare l'attività economica. Tali acquisti furono finanziati attraverso la creazione di moneta e ciò produsse un significativo aumento dell'offerta di moneta. Sebbene l'aumento dell'offerta non abbia avuto effetto sul tasso di *policy*, l'acquisto di queste altre attività ha ridotto i loro premi per il rischio, portando così a minori tassi sui prestiti e a una maggiore spesa aggregata. Questi programmi di acquisto di attività finanziarie sono conosciuti come politiche di *Quantitative Easing* (allentamento monetario). Per un approfondimento si rinvia a O. BLANCHARD, F. GIAVAZZI, A. AMIGHINI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2016, pp. 603-605.



## 1.5 - Il completamento dell'unione bancaria

### 1.5.1 - *Gli obiettivi dell'unione bancaria*

Un altro passo da compiere per rendere meno vulnerabile l'Eurozona riguarda il completamento dell'unione bancaria, alla quale appartengono tutti i Paesi dell'Eurozona e gli Stati membri dell'Unione europea che, pur non appartenendo all'Eurozona, hanno scelto di parteciparvi, instaurando una stretta collaborazione con la Banca centrale europea<sup>77</sup>. L'unione bancaria è un sistema di vigilanza e di risoluzione nel settore bancario volto a<sup>78</sup>:

- garantire la solidità delle banche e la loro capacità di prevenire e superare eventuali crisi;
- intervenire tempestivamente per aiutare le banche a non fallire;
- adottare criteri uniformi in materia di vigilanza, risanamento e risoluzione delle banche;
- evitare situazioni in cui i bilanci pubblici siano chiamati a salvare le banche in dissesto;
- rafforzare la stabilità finanziaria nell'Eurozona e nell'Unione europea.

---

<sup>77</sup> Per un inquadramento generale del tema dell'unione bancaria europea, si rinvia a: L. CUOCOLO, F. POLITI, *L'Unione Bancaria europea: problemi e prospettive aperte*, Diritto pubblico comparato ed europeo, n. 4 del 2018, pp. 1007 e seguenti; M. SEPE, *Supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 3 del 2018, pp. 302-329; D. SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla "neutralizzazione" dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, fascicolo n. 1 del 2016, p. 189.

<sup>78</sup> Al riguardo si veda CAMERA DEI DEPUTATI – UFFICIO RAPPORTI CON L'UNIONE EUROPEA, *L'Unione bancaria e i mercati dei capitali*, Roma, 29 gennaio 2019.

Negli Stati Uniti, per esempio, esiste un meccanismo comune di risoluzione delle crisi bancarie che rende possibile ripartire sull'intera unione il costo di risoluzione di tali crisi. Tale meccanismo ha consentito a Stati come il Nevada – che hanno sperimentato prima un boom e poi un crollo del settore immobiliare simile a quello verificatosi in Irlanda nel 2010 – di uscire dalla crisi. Molte banche del Nevada che, al pari di quelle irlandesi, furono coinvolte pesantemente nella bolla immobiliare, si trovarono sull'orlo della bancarotta quando sopraggiunse il crollo. A risolvere la crisi provvide il Governo federale, cosicché lo Stato del Nevada fu salvaguardato dall'impatto sul proprio bilancio dei costi di risoluzione della crisi. Nell'Eurozona non esisteva un meccanismo centrale del genere e il risultato fu che il Governo irlandese dovette farsi carico dell'intero onere dei costi della risoluzione della crisi bancaria con un conseguente aumento del debito pubblico<sup>79</sup>. Nel 2007, prima della crisi, il rapporto debito-Pil in Irlanda era pari al 23,9%; nel 2012, dopo la crisi, il rapporto tocca il culmine attestandosi al 119,9%, cinque volte superiore al livello del 2007<sup>80</sup>.

In Europa, alla fine del 2010 ci si rese conto che era soprattutto sul fronte della vigilanza bancaria che si doveva avanzare<sup>81</sup>. La vigilanza sulle banche si era dimostrata uno dei punti di maggiore debolezza del sistema per identificare i focolai di rischio sistemico. Fu istituito il Comitato europeo per

---

<sup>79</sup> Per un approfondimento si rimanda a P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 168.

<sup>80</sup> La serie storica dei dati sul rapporto debito-Pil in Irlanda è tratta da BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 8.

<sup>81</sup> Per un approfondimento si veda M. SARCINELLI, *Perché l'Unione bancaria europea?*, *Economia italiana*, n. 1 del 2013, p. 26.

il rischio sistemico (CERS) col compito di esercitare una vigilanza macroprudenziale. Furono create inoltre le tre autorità europee incaricate di esercitare una vigilanza microprudenziale:

- EBA (*European Banking Authority*) sul settore bancario;
- ESMA (*European Securities and Markets Authority*) sui mercati e sugli strumenti finanziari;
- EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions*) su assicurazioni e fondi pensione.

Complessivamente il CERS, le tre autorità di vigilanza (EBA, ESMA ed EIOPA), insieme alle tre autorità di vigilanza nazionali e alla BCE (con i suoi compiti di vigilanza sulle banche cosiddette sistemiche) costituiscono il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)<sup>82</sup>. Le tre autorità europee hanno il compito di coordinare il lavoro delle autorità nazionali e di assicurare che le regole dell'unione bancaria siano applicate in modo coerente.

Agli inizi del 2013, la Commissione europea presentò le proposte per la creazione di un'unione bancaria. Il progetto prevedeva una serie di passi.

In primo luogo, il progetto intendeva completare l'adozione del codice unico europeo (*Single Rulebook*): la disciplina unica introdotta all'inizio della crisi finanziaria per rafforzare la base patrimoniale delle banche e coinvolgere azionisti e creditori privati nelle crisi bancarie<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Per un'esauriente descrizione dell'architettura istituzionale del sistema europeo di vigilanza finanziaria, si rinvia a V. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2016, pp. 505-531.

<sup>83</sup> F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 134.

In secondo luogo, il progetto contemplava la creazione di tre pilastri complementari:

- la vigilanza bancaria unica (primo pilastro);
- la risoluzione unica delle crisi bancarie (secondo pilastro);
- il sistema europeo di assicurazione dei depositi (terzo pilastro).

Esaminiamo in dettaglio il codice unico europeo (*Single Rulebook*) e i tre pilastri.

### ***1.5.2 - Il codice unico europeo (Single Rulebook)***

Il codice unico europeo (*Single Rulebook*) consiste in una serie di atti normativi che vengono applicati a tutti gli enti finanziari ed a tutti i prodotti finanziari nell'Unione europea. Gli atti normativi di maggior rilevanza del codice unico europeo sono:

- la direttiva 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 575 del 2013, entrambi sui requisiti patrimoniali delle banche;
- la direttiva 2014/49/UE sul sistema di garanzia dei depositi;
- la direttiva 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione delle banche.

Del codice unico europeo fanno parte anche misure volte a sostenere la creazione di un mercato unico europeo dei servizi di pagamento. In tale contesto, nel 2015 è stata approvata la direttiva 2015/2366/UE (cosiddetta *Payment Services Directive 2*), che riforma la precedente direttiva sui servizi di pagamento del 2007 (cosiddetta *Payment Services Directive*). La revisione della direttiva ha preso le mosse dall'esigenza di adeguare la normativa sui servizi

di pagamento ai progressi tecnologici derivanti dalla digitalizzazione dei servizi bancari e finanziari.

### ***1.5.3 - La vigilanza bancaria unica (primo pilastro)***

La creazione di un meccanismo europeo comune di risoluzione delle crisi bancarie presupponeva che anche la vigilanza bancaria fosse centralizzata. Non si può avere un sistema comune di risoluzione delle crisi bancarie senza un sistema di vigilanza comune. L'operatività internazionale di molte banche europee richiedeva una supervisione accentrata per evitare che la frammentazione delle informazioni impedisse la tempestiva individuazione dei loro squilibri<sup>84</sup>. Inoltre, la definizione e l'applicazione di regole comuni era necessaria per rassicurare i mercati circa la confrontabilità delle informazioni disponibili in relazione agli intermediari finanziari di diversa nazionalità. Allo stesso tempo, la responsabilità per la gestione delle crisi bancarie e per l'assicurazione dei depositi andava trasferita a livello sovranazionale, anche utilizzando fondi alimentati con risorse pubbliche condivise, in modo tale da spezzare il circolo vizioso tra le banche e gli emittenti sovrani.

---

<sup>84</sup> F. BALASSONE, *La governance economica dell'area dell'euro: un difficile equilibrio tra riduzione e condivisione dei rischi*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 55 e 56.

Il meccanismo di vigilanza unico è stato creato con il regolamento (UE) n. 1024 del 2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013. Il regolamento prevede l'attribuzione alla BCE di compiti di vigilanza prudenziale:

- direttamente sulle banche cosiddette “sistemiche”, ovvero quelle con attivi superiori a 30 miliardi oppure che rappresentino almeno il 20% del Pil del loro Paese;
- indirettamente, per il tramite delle autorità di vigilanza nazionali, su tutte le banche.

#### ***1.5.4 - La risoluzione unica delle crisi bancarie (secondo pilastro)***

Il meccanismo di risoluzione unico europeo (*Single Resolution Mechanism* - SRM) è stato creato con il regolamento (UE) n. 806 del 2014. Esso mira a limitare l'impatto sui bilanci pubblici degli interventi di salvataggio delle banche in crisi. Il meccanismo di risoluzione unico sostituisce – in luogo del principio del *bail-out* (salvataggio esterno da parte degli Stati) – il principio del *bail-in* (salvataggio interno da parte di azionisti e creditori). In base al *bail-in*, al risanamento degli istituti di credito concorrono nell'ordine:

- in prima battuta, gli azionisti;
- in seconda battuta, gli obbligazionisti;
- infine i titolari di conti correnti con un saldo superiore a 100.000 euro.

Il meccanismo si compone:

- del Comitato di risoluzione unico, autorità centrale di risoluzione;

- del Fondo di risoluzione unico, interamente finanziato dal settore bancario europeo.

Il Fondo di risoluzione unico verrà utilizzato per la risoluzione delle banche in dissesto soltanto quando saranno esaurite le risorse del *bail-in*. Esso verrà costituito nell'arco di otto anni e dovrebbe raggiungere almeno l'1% dell'importo dei depositi protetti di tutte le banche autorizzate a esercitare l'attività di raccolta e di credito in tutti gli Stati membri dell'unione bancaria. A regime, il Fondo sarà dotato di un importo stimato di circa 55 miliardi di euro.

Nel 2013 gli Stati membri hanno raggiunto anche un accordo per creare un meccanismo di *backstop* (garanzia) comune per il Fondo di risoluzione unico, ma il meccanismo non risulta ancora operativo.

Il 6 dicembre 2017 la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento – COM(2018)827 – per l'istituzione del Fondo monetario europeo. Stando alla proposta, il Fondo monetario europeo potrebbe costituire il meccanismo di *backstop* (garanzia) comune per il Fondo di risoluzione unico delle crisi bancarie e fungere da prestatore di ultima istanza al fine di facilitare la risoluzione ordinata delle crisi bancarie. Il meccanismo di *backstop* viene attivato nel caso in cui, anche dopo aver imputato perdite agli azionisti e ai creditori delle banche, il Fondo di risoluzione unico non disponga temporaneamente di risorse sufficienti per agevolare la risoluzione ordinata delle banche in difficoltà.

### ***1.5.5 - La protezione europea dei depositanti (terzo pilastro)***

Per completare l'unione bancaria, dopo l'introduzione della vigilanza bancaria unica (primo pilastro) e il meccanismo di risoluzione unico delle crisi bancarie (secondo pilastro), manca la garanzia unica dei depositi in grado di rafforzare le protezioni offerte ai depositanti. È il terzo pilastro che dovrebbe sorreggere l'intera costruzione<sup>85</sup>. È una sorta di assicurazione dei conti correnti di tutte le banche europee attraverso un fondo europeo che andrebbe a sostituire quelli nazionali.

Tutto sommato, il grado di cooperazione mostrato dai Paesi membri sul progetto di unione bancaria è stato molto elevato e caratterizzato da una sollecitudine insolita per decisioni così complesse e delicate. In tutto ci sono voluti un paio di anni per impostare il quadro istituzionale e operativo dell'unione bancaria. Se si considera che, invece, per dar vita all'unione monetaria, ci sono voluti dieci anni, ci si rende conto di quanto il processo sia stato celere. Tuttavia, oggi, l'Europa stenta a completare l'unione bancaria. Si è giunti a uno stallo tra la posizione di coloro che ritengono prioritaria un'azione volta a ridurre i rischi nei singoli Stati e nei singoli sistemi bancari (*risk reduction*) e quella di chi invoca la rapida creazione di strumenti comuni di protezione di tali rischi (*risk sharing*)<sup>86</sup>.

La disciplina attualmente in vigore si limita ad armonizzare i livelli di tutela offerti dai sistemi di garanzia dei depositi nazionali (garantendo i

---

<sup>85</sup> P. GUERRIERI, *Il processo di integrazione europea: tra rilancio e frantumazione*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, pp. 118-119.

<sup>86</sup> I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 102.



depositi fino a 100 mila euro) e le loro modalità di intervento in caso di crisi, ma mantiene diverse facoltà discrezionali per gli Stati membri.

Allo scopo di eliminare le asimmetrie residue, la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento – COM(2015)586 – che istituisce un sistema comune di assicurazione dei depositi bancari: *European Deposit Insurance System* (EDIS). Tale sistema non prevede costi aggiuntivi per gli istituti di credito europei. Le banche continuerebbero a finanziare il loro fondo nazionale che progressivamente, sulla base di successive tappe, confluirebbe, entro il 2024, nel fondo europeo di assicurazione dei depositi.

Il negoziato sulla proposta relativa all'EDIS appare molto complesso. Alcuni Stati membri – tra cui Germania, Finlandia e Austria – hanno chiesto che l'approvazione del sistema comune di assicurazione dei depositi sia subordinata alla approvazione di misure di riduzione del rischio, quali:

- l'armonizzazione delle leggi fallimentari;
- l'armonizzazione della disciplina delle garanzie;
- l'introduzione del trattamento prudenziale dei titoli di Stato detenuti dalle banche.

In relazione a quest'ultimo punto, la crisi ha mostrato che non sempre i titoli di Stato sono privi di rischio. La crisi del debito greco ne è una prova evidente. Secondo la proposta EDIS – sostenuta soprattutto dai Paesi *core* – occorre eliminare la possibilità che le banche, nei propri bilanci, considerino nullo il rischio di questi titoli.

Questa proposta rientra nell'ambito del più generale dibattito che vede contrapposti, da un lato, i fautori della riduzione del rischio (*risk reduction*) e, dall'altro, i sostenitori della condivisione del rischio (*risk sharing*). In verità – come si approfondirà nel quarto capitolo – questo dibattito appare sterile,

frutto più che altro della poca fiducia reciproca tra i Paesi membri<sup>87</sup>. In ogni caso, una riforma del trattamento prudenziale dei titoli di Stato dovrebbe essere disegnata in modo da fornire incentivi al mercato per porre rimedio all'attuale carenza di attività "sicure" e non rischiare di aggravarla. In linea di massima, ci sono due modi per rimediare alla scarsità di attività "sicure"<sup>88</sup>:

- la riduzione del rischio, con gli Stati membri che raggiungono posizioni di bilancio così solide da convincere i mercati della assoluta affidabilità del proprio debito;
- la condivisione del debito, con un'unione di bilancio, la mutualizzazione dei debiti pubblici e l'emissione di eurobond.

## **1.6 - L'approfondimento dell'unione del mercato dei capitali**

### ***1.6.1 - Gli obiettivi***

Ai fini del consolidamento delle istituzioni europee, non meno significativa, rispetto all'unione bancaria, è la realizzazione di un'unione del mercato dei capitali: un'iniziativa dell'Unione europea volta ad approfondire e integrare ulteriormente i mercati dei capitali degli Stati membri. La

---

<sup>87</sup> In questo senso si esprime il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco. Sul punto si rinvia a I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 105.

<sup>88</sup> F. BALASSONE, *La governance economica dell'area dell'euro: un difficile equilibrio tra riduzione e condivisione dei rischi*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 63.

disponibilità di fonti di finanziamento diversificate – alternative a quelle del sistema bancario – mira ad agevolare le imprese nella loro attività di investimento<sup>89</sup>. Al contempo, a fronte di shock esterni anche sistemici, una maggiore integrazione dei mercati obbligazionari e azionari potrà meglio fungere da ammortizzatore. L'impegno politico per la realizzazione dell'unione del mercato dei capitali è indiscutibile, ma finora sono stati affrontati aspetti marginali del progetto, tralasciando gli ostacoli di natura legale, fiscale, amministrativa che ancora separano i mercati nazionali.

L'unione del mercato dei capitali è incentrata sul trasferimento dell'intermediazione finanziaria verso i mercati dei capitali e sull'abbattimento delle barriere che ostacolano gli investimenti transfrontalieri. L'unione è stata elaborata anche in risposta alla crisi economico-finanziaria esplosa nel 2008, che ha evidenziato che uno dei fattori di fragilità delle economie europee è l'indisponibilità di crediti a tassi adeguati e di strumenti avanzati per il finanziamento dell'economia.

In linea di massima l'unione del mercato dei capitali si prefigge questi obiettivi:

---

<sup>89</sup> In questo senso si esprime Domenico Siclari, che scrive: “*Dopo l'avvio dell'Unione bancaria, l'ulteriore passo verso l'integrazione europea è rappresentato da un'unione del mercato dei capitali che, nei progetti degli organi politici dell'Unione europea, possa sostenere l'economia reale e incrementare l'attrattività della piazza finanziaria europea, favorendo lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, in particolare per le piccole e medie imprese. E garantendo, al contempo, una maggiore stabilità del sistema finanziario europeo e una migliore tutela degli investitori*”. Per un approfondimento, si rimanda a D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, Banca Borsa Titoli di Credito, fascicolo n. 4 del 2016, p. 481.

- eliminare le barriere nazionali e armonizzare le regole riguardanti la libera circolazione dei capitali, al fine di promuovere la mobilità transfrontaliera e favorire il miglior utilizzo in termini di prospettive di impiego e redditività dei capitali stessi;
- aumentare le possibilità di scelta dei risparmiatori nell'impiego dei loro risparmi e, allo stesso tempo, dei soggetti che necessitano di accedere al credito anche attraverso una riduzione dei costi;
- ridurre il *banking lending*, indirizzando il risparmio verso impieghi più redditizi del sistema produttivo e potenziando il ruolo degli investitori istituzionali come i fondi pensione e assicurativi nel finanziamento dell'economia reale al fine di ridurre il rischio di “circoli viziosi” tra sofferenze bancarie e indebitamento pubblico.

Allo stato dei fatti, l'unione del mercato dei capitali è contraddistinta da misure normative già approvate e da proposte normative in sospeso.

### ***1.6.2 - Le misure normative approvate***

Tra le misure legislative già approvate, si segnalano:

- il regolamento (UE) n. 1991 del 2017, finalizzato a promuovere lo sviluppo dei *venture capital*;
- il regolamento (UE) n. 1129 del 2017, riguardante il prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico;
- il regolamento (UE) n. 2402 del 2017 che mira a istituire cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate.

Il regolamento (UE) n. 1991 del 2017, sui *venture capital*, estende ai gestori dei fondi più grandi – quelli il cui portafoglio supera i 500 milioni di euro – la possibilità di commercializzare fondi di *venture capital*. Amplia, inoltre, il novero delle imprese che possono accedere a tali fondi, includendo anche le imprese non quotate in mercati regolamentati che impiegano fino a 499 addetti.

Il regolamento (UE) n. 1129 del 2017, sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico, semplifica gli oneri amministrativi a carico delle imprese, in particolare di quelle piccole e medie, in relazione al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico e alla loro ammissione alla negoziazione dei titoli.

Il regolamento (UE) n. 2402 del 2017 – per l'istituzione di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate – mira a offrire maggiore sicurezza agli investitori e rendere meno stringenti i requisiti di capitale per le banche che intendono investire in questo tipo di cartolarizzazioni.

### ***1.6.3 - Le proposte in sospeso***

Tra le proposte normative in sospeso si segnalano in particolare il prodotto pensionistico individuale paneuropeo e la riforma delle autorità europee di vigilanza.

Con la prima proposta – proposta di regolamento COM(2017)343 – sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo, la Commissione intende creare un marchio di qualità per i prodotti pensionistici individuali dell'Unione europea, integrando le attuali norme divergenti a livello

nazionale in modo da affiancarvi un quadro paneuropeo per le pensioni. Tale quadro non sostituirà né armonizzerà gli schemi pensionistici individuali esistenti a livello nazionale, ma introdurrà un nuovo quadro per il risparmio volontario.

In tema di autorità europee di vigilanza, esistono tre proposte di riforma: COM(2017)536, COM(2017)537 e COM(2017)538. Esse mirano a rafforzare le competenze delle autorità di vigilanza al fine di adeguare l'architettura della vigilanza a un mercato dei capitali maggiormente integrato. La prima proposta – COM(2017)536 – è stata modificata nel settembre 2018 per rafforzare il quadro di vigilanza in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (COM(2018)646).

Successivamente, il 28 novembre 2018 – con la comunicazione COM(2018)767 in tema di unione del mercato dei capitali – la Commissione europea ha sottolineato la necessità che i colegislatori accelerino i lavori sulle proposte in sospeso e diano prova della volontà politica necessaria a garantire che tutte le proposte siano approvate<sup>90</sup>.

---

<sup>90</sup> Per una rassegna esauriente delle proposte normative in sospeso, si rinvia a CAMERA DEI DEPUTATI, *L'Unione bancaria e i mercati dei capitali*, 29 gennaio 2019.

## 1.7 - L'accentramento a livello europeo delle politiche di bilancio

### 1.7.1 - L'albero "storto" di Maastricht

Un quarto passo utile a rendere più stabile l'Eurozona – oltre al rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza, al completamento dell'unione bancaria e all'approfondimento del mercato dei capitali – consiste nell'accentrare a livello europeo le politiche di bilancio dei vari Paesi membri. Il fatto che la politica monetaria sia gestita dalla Banca centrale europea, mentre le politiche fiscali sono saldamente nelle mani dei governi nazionali è una seria carenza dell'Eurozona<sup>91</sup>.

Questa asimmetria istituzionale, che il filosofo tedesco Jürgen Habermas ha definito in maniera suggestiva l'albero "storto" di Maastricht, si è rivelata a lungo andare il tallone di Achille dell'Eurozona<sup>92</sup>. Secondo l'impostazione di Maastricht, la stabilizzazione doveva rimanere una responsabilità soltanto nazionale, ritenendosi che ciascun Paese potesse

---

<sup>91</sup> Secondo Michele Bagella, *"bisogna dare all'“anatra zoppa” dell'Unione monetaria la gamba che le manca, cioè la gamba fiscale"*. M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015, p. 106.

<sup>92</sup> La citazione di Habermas è riportata in G. PITTELLA, *Crisi dell'Eurozona: serve un Ministro delle Finanze?*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 135. Più recentemente il filosofo tedesco ha lanciato un appello per salvare l'Europa, riformandola. Al riguardo si rinvia a J. HABERMAS, *L'Europa può vincere. Si può ancora fare politica contro le false idee sull'Europa*, la Repubblica, 28 ottobre 2018.

Di *"irrisolta asimmetria tra sovranità politica e sovranità economica, che vizia l'evoluzione politica, interna e internazionale, dell'Unione europea"* parla anche Antonio Reposo. Si veda A. REPOSO, *Sovranità*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, gennaio 2015, p. 8.

contare sull'indebitamento sul mercato per controbilanciare gli shock. Essendo stata esclusa la condivisione del rischio, nessun sistema di trasferimenti per finalità di stabilizzazione fu previsto nel TFUE<sup>93</sup>.

In verità, la necessità di completare l'unione monetaria con quella di bilancio – a lungo trascurata dai leader europei – era ben delineata nel Rapporto Delors del 1989 e trova giustificazione nella teoria del federalismo fiscale.

### ***1.7.2 - Il federalismo fiscale all'insù***

L'evoluzione dei rapporti tra gli Stati europei ha prodotto la tendenza ad affidare a un livello di governo sovranazionale funzioni prima esercitate a livello nazionale. Questo processo è il sintomo del fatto che il livello nazionale, come luogo in cui vengono prese le decisioni politiche ed economiche, sta perdendo progressivamente peso. Si è parlato, al riguardo, di “federalismo fiscale all'insù” per indicare l'assegnazione delle funzioni di stabilizzazione economica e di redistribuzione ad un bilancio europeo allargato<sup>94</sup>.

---

<sup>93</sup> M. SARCINELLI, *L'unione bancaria europea: è sufficiente per stabilizzare l'Eurozona?*, in F. TIMPANO e A.F. ARCELLI (a cura di), *Atti della nona Lezione Mario Arcelli*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2013, p. 28.

<sup>94</sup> Di “federalismo all'insù” parla P. BOSI, *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino, Bologna, 2015, p. 331.

Franco Gallo delinea il federalismo fiscale europeo in questi termini: “(...) un federalismo competitivo con forti profili, però, di solidarismo; un federalismo cioè che coniuga l'esigenza di unitarietà impersonata dallo Stato federale con il potere degli Stati nazionali di sottoporre al voto imposte gravanti su basi imponibili da essi liberamente scelte”. F. GALLO, *Giustizia sociale e giustizia fiscale nella prospettiva dell'unificazione europea*, *Diritto e Pratica Tributaria*, n. 1 del 2014, p. 9.



La teoria del federalismo fiscale si basa sulla classica tripartizione delle funzioni del bilancio pubblico formulata da Richard Musgrave, uno dei massimi studiosi al mondo di finanza pubblica<sup>95</sup>:

- la funzione di stabilizzazione, che mira a stabilizzare il ciclo economico (per evitare che nelle fasi di recessione ci sia disoccupazione e nelle fasi di espansione si crei inflazione);
- la funzione di redistribuzione, che si preoccupa di trasferire reddito e ricchezza tra soggetti;
- la funzione di allocazione, che si occupa di fornire beni e servizi alla collettività di riferimento.

Riprendendo la sua classica tripartizione del ruolo del bilancio pubblico, Musgrave sostiene che il cuore del federalismo fiscale risiede nella affermazione in base alla quale soltanto le politiche di tipo allocativo possono essere lasciate nelle mani dei singoli Stati, in funzione delle preferenze dei loro cittadini. La politica di stabilizzazione e quella di redistribuzione, invece, devono essere lasciate alla responsabilità dello Stato federale<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> Richard Abel Musgrave (1910 - 2007) è un economista americano di origine tedesca. La sua opera più nota è *The Theory of Public Finance. A Study in Public Economy* del 1959. Economista presso la Federal Reserve, ha insegnato in varie università americane e ha lavorato come consulente del Governo degli Stati Uniti, prima di tornare ad Harvard nel 1965 come professore di economia politica. *The Theory of Public Finance* è considerato la sintesi più profonda della scienza delle finanze. Sul punto si rinvia a M. ALIFUOCO, P. GRANATA, E. RACCA, *Federalismo trapassato prossimo. Diario ragionato di dieci anni di riforme*, Guida Editore, Napoli, 2012, p. 7.

<sup>96</sup> Musgrave parla di federalismo fiscale in un'accezione diversa da quella che il termine ha assunto nel dibattito italiano a partire dagli anni Novanta in poi. Nel nostro Paese, il federalismo fiscale è inteso soprattutto come esigenza di decentralizzazione, che si sostanzia nel trasferimento di funzioni dal centro alla periferia e nella creazione di una finanza locale autonoma, basata il più possibile su entrate proprie. Inoltre, il tema delle relazioni finanziarie tra i vari livelli di governo si è fortemente intrecciato con il

La teoria del federalismo fiscale suggerisce che ciascun livello di governo – statale, regionale, locale – abbia il suo pareggio di bilancio. A questo, però, dovrebbe aggiungersi un livello federale europeo, con un bilancio dotato delle risorse necessarie per compiere stabilizzazione macroeconomica anche in deficit. Negli Stati Uniti, per esempio, i singoli Stati hanno l'obbligo di perseguire l'equilibrio di bilancio, ma c'è anche un bilancio federale che si preoccupa della stabilizzazione macroeconomica in deficit<sup>97</sup>. Nel lungo periodo bisognerebbe approdare a un bilancio federale europeo che possa svolgere una funzione di stabilizzazione macroeconomica, anticiclica e di rilancio della domanda aggregata. Ovviamente l'Eurozona per poter svolgere questa funzione di stabilizzazione dovrebbe essere in grado di indebitarsi sul mercato. Un bilancio federale

---

federalismo *tout court* e con la volontà di cambiare la forma di Stato: l'introduzione del federalismo fiscale era visto come il passo iniziale per una trasformazione in senso esplicitamente federale del sistema. Al contrario, con l'espressione federalismo fiscale, Musgrave – che ha di fronte la realtà degli Stati Uniti dei primi anni Cinquanta – intende affermare il ruolo dello Stato centrale nel governo dell'economia contro l'eccesso di localismo e di differenziazione tra Stati ed enti locali presente negli Stati Uniti. Al riguardo si rinvia a R. MUSGRAVE, *Finanza pubblica, equità, democrazia*, Il Mulino, Bologna, 1995.

Per un approfondimento si segnalano inoltre: G. BROSIO, *Equilibri instabili. Politica ed economia dei sistemi federali*, Bollati Boringhieri, Torino, 1994; P. GIARDA, *Regioni e federalismo fiscale. La costruzione di un nuovo sistema di finanza regionale: un quadro preciso della situazione e alcune proposte di riforma*, Il Mulino, Bologna, 1995; W. E. OATES, *Fiscal Federalism*, Harcourt Brace Jovanovich Inc., New York, 1972.

<sup>97</sup> Interessante, in tal senso, il contributo di Chiara Goretti e Luca Rizzuto, i quali prefigurano uno scenario di decisa accelerazione verso la costituzione di una federazione europea, nell'ambito della quale la funzione di stabilizzazione macroeconomica della politica fiscale (rappresentata dalla capacità di ricorrere all'indebitamento) si sposterebbe a livello sovranazionale, mentre gli Stati membri si impegnerebbero all'equilibrio di bilancio, rinunciando, in tal modo, a svolgere in proprio tale funzione. Si rinvia al riguardo a C. GORETTI, L. RIZZUTO, *La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio. Prime riflessioni*, Università Bocconi, Milano, agosto 2011, p. 12.

europeo avrebbe un impatto positivo sul corretto funzionamento dell'Eurozona per varie ragioni<sup>98</sup>.

In primo luogo, un bilancio federale permetterebbe di centralizzare, a livello di Eurozona, una parte significativa dei bilanci nazionali. Ciò renderebbe a sua volta possibile organizzare sistemi di trasferimenti fiscali automatici che forniscono una certa protezione contro shock asimmetrici, vale a dire shock economici che colpiscono alcuni Paesi membri dell'Eurozona e non altri. In questo scenario, qualora un Paese membro sia investito da uno shock economico negativo, il bilancio centralizzato dell'unione trasferirebbe automaticamente reddito dagli Stati membri che si trovano in buone condizioni economiche allo Stato investito dallo shock negativo. Questo meccanismo assicurativo è particolarmente importante quando gli shock derivano da fattori congiunturali del ciclo economico. Un meccanismo assicurativo del genere renderebbe più sicura l'appartenenza di ciascuno Stato all'unione monetaria.

In secondo luogo, un bilancio federale ridurrebbe il rischio di shock asimmetrici di origine politica. Attualmente la spesa e la tassazione nell'Eurozona restano nelle mani dei Governi e dei Parlamenti nazionali. In conseguenza di ciò, le decisioni unilaterali di un Paese membro di ridurre (o aumentare) le imposte o di ridurre (o aumentare) la spesa pubblica creano uno shock asimmetrico. È per questa ragione che è previsto che in un'area monetaria ogni Stato abbia il suo pareggio di bilancio, altrimenti gli shock asimmetrici creerebbero problemi di contagio e la crisi si trasferirebbe dallo

---

<sup>98</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 172.

Stato in recessione agli altri. Il punto è che ci vorrebbe un bilancio europeo con una funzione di redistribuzione e stabilizzazione.

La moneta unica non può superare shock ripetuti senza strumenti adeguati: la politica di bilancio anticiclica è una necessità. Se è difficile pensare di realizzare nell'immediato strumenti di tipo discrezionale, è invece possibile progettare stabilizzatori automatici comuni, ad esempio con meccanismi che finanzino nelle fasi congiunturali avverse parte delle spese per la disoccupazione. Disegnati in modo da evitare trasferimenti sistematici di risorse da un Paese all'altro, questi strumenti contribuirebbero a rendere più fluido il mercato del lavoro continentale e renderebbero più tangibili i benefici dell'Unione economica e monetaria<sup>99</sup>.

In questi anni si è discusso molto della istituzione di un Ministro delle Finanze europeo, che possa introdurre un forte elemento di centralizzazione europea anche a livello di politiche di bilancio, in grado così di controbilanciare la centralizzazione della politica monetaria. Senza dubbio, la creazione di un Tesoro federale – responsabile della gestione del bilancio e del coordinamento della politica economica europea – avrebbe il pregio di creare, dopo la moneta, il secondo braccio di uno Stato federale, in vista del completamento del processo con l'attribuzione all'Unione di un potere decisionale anche nel settore della politica estera e della sicurezza<sup>100</sup>.

---

<sup>99</sup> I. VISCO, *“Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio”*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2019, p. 23.

<sup>100</sup> A. MAJOCCHI, *Dalla crisi dell'euro a una finanza federale europea*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, p. 67.

Ad oggi, tuttavia, il progetto resta abbastanza vago, privo di una puntuale specificazione di competenze e caratteristiche<sup>101</sup>.

### ***1.7.3 - Lo stato dell'arte del bilancio europeo***

L'Unione europea, non essendo uno Stato federale, non dispone di un vero e proprio bilancio federale. Esiste però un bilancio dell'Unione che ha dimensioni contenute e che si alimenta quasi esclusivamente con trasferimenti e contributi provenienti dagli Stati membri, ma non con una propria tassazione. La politica fiscale a livello europeo è, dunque, praticamente assente e, d'altro canto, a livello degli Stati nazionali essa è costretta dai vincoli che i Trattati impongono a deficit e debiti pubblici.

Il bilancio dell'Unione europea è di dimensioni modeste in rapporto alla grandezza economica dei Paesi che la compongono: in base al quadro finanziario 2014-2020 esso rappresenta l'1% del Pil complessivo<sup>102</sup>. L'esiguità di questo bilancio si spiega largamente con il fatto che ad alimentarlo sono quasi esclusivamente le risorse trasferite dagli Stati membri, i quali sono molto attenti al cosiddetto “saldo netto”, cioè alla differenza tra quanto conferiscono al bilancio europeo e quanto ricevono da esso. In queste condizioni, la strategia, per molti Paesi, è quella di limitare al minimo il proprio contributo al bilancio europeo. Inoltre, siccome il bilancio europeo

---

<sup>101</sup> S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, p. 7.

<sup>102</sup> F. BALASSONE, *La governance economica dell'area dell'euro: un difficile equilibrio tra riduzione e condivisione dei rischi*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 57 e 58.

non è un vero e proprio bilancio federale, deve pareggiare entrate e uscite e quindi non può avere deficit da finanziare attraverso debito.

#### ***1.7.4 - La necessità di un allargamento del bilancio europeo***

Quanti sostengono la necessità di aumentare il budget europeo fanno in primo luogo riferimento all'esperienza statunitense. Attualmente il bilancio dell'Unione europea è pari all'incirca all'1% del Pil europeo. Il bilancio federale degli Stati Uniti aveva valori analoghi all'inizio del Novecento.

Un bilancio europeo di dimensioni più ampie potrebbe consentire un uso più incisivo della politica fiscale a scopi di stabilizzazione economica. In relazione agli shock asimmetrici, un bilancio più ampio permetterebbe trasferimenti a favore delle aree maggiormente colpite, analogamente a quanto avviene negli Stati federali.

Tuttavia, le possibilità concrete di ampliare il bilancio europeo sono assai ridotte. In assenza di progressi sul terreno dell'unione politica si rende necessario trovare nuove risorse. Poiché gli Stati membri sono poco propensi ad accrescere i propri contributi, bisognerebbe fare ricorso a risorse proprie dell'Unione<sup>103</sup>. Tra le risorse proprie potrebbe rientrare una tassa europea

---

<sup>103</sup> Il dibattito sull'allargamento del bilancio europeo si inserisce nel più ampio dibattito su allargamento (*widening*) e approfondimento (*deepening*) dell'Unione europea. Nell'analisi di Mario Baldassarri, l'Europa ha puntato molto sull'allargamento (dal 1995 a oggi gli Stati membri sono passati da dodici a ventotto) e poco sull'approfondimento (fatta eccezione per la moneta unica e per l'unione bancaria). Baldassarri propone l'allargamento del bilancio dell'Unione europea dell'ordine dell'1% del Pil (che corrisponde a circa 120 miliardi di euro), con indicazione sia delle entrate aggiuntive sia della loro destinazione.

sulle transazioni finanziarie. Questa soluzione richiederebbe il consenso degli Stati membri ed è molto difficile che esso venga concesso in modo unanime, a causa della presenza del potere di veto.

Meno problematico potrebbe essere il tentativo di raggiungere un accordo di questa natura soltanto tra i Paesi dell'Eurozona, anche perché la politica di bilancio dà i suoi risultati migliori quando è ben coordinata con la politica monetaria. Si tratterebbe di utilizzare a questo scopo lo strumento della cooperazione rafforzata, previsto dall'Unione europea, che consente a un sottoinsieme degli Stati membri di stipulare accordi vincolanti tra i Paesi aderenti.

A spesa totale invariata, lo spostamento di risorse dagli Stati all'Unione permetterebbe di conseguire significative economie di scala in campi come la difesa (con una maggiore capacità militare), la ricerca (con più brevetti e magari più premi Nobel) e l'energia (con una maggiore sicurezza e autosufficienza)<sup>104</sup>.

---

Sarebbe quindi – precisa Baldassarri – un bilancio aggiuntivo in pareggio, con un impatto positivo in quattro anni (fino al 2023) sia in termini di maggiore crescita (+2% per l'Unione europea, +2,4% per l'Eurozona) sia in termini di minore deficit che tenderebbe a zero nel 2023. In questa stima, il debito pubblico italiano in rapporto al Pil passerebbe dall'attuale 134% al 127% nel 2023. Si veda M. BALDASSARRI, *È inutile incolpare l'Europa se l'Italia ha smesso di crescere*, la Repubblica, 4 luglio 2019.

<sup>104</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 129.

### ***1.7.5 - La riluttanza degli Stati a cedere sovranità fiscale***

La riluttanza degli Stati europei a rinunciare ai propri poteri fiscali ha diverse ragioni d'essere, che non possono essere ridotte alla semplice volontà di qualsiasi potere costituito di non abdicare alle proprie prerogative<sup>105</sup>.

Il problema di fondo è che il trasferimento di sovranità nazionale nel delicato ambito delle questioni monetarie a un organismo sovranazionale come la Banca centrale europea ha indotto gli Stati membri ad assumere un atteggiamento molto più cauto rispetto a ulteriori cessioni nel campo della politica fiscale. La rinuncia alla sovranità monetaria a favore del processo di integrazione ha certamente rafforzato la volontà degli Stati membri di tutelare i propri poteri fiscali, divenuti l'unico strumento per governare con continuità l'evoluzione economica interna.

I Paesi dell'Unione monetaria hanno caratteristiche eterogenee per quanto concerne numerosi aspetti dell'economia: diversa è la dotazione di risorse, differenti sono le caratteristiche dei settori produttivi, difformi le normative aventi più diretto impatto economico. Per fronteggiare le conseguenze di tali diversità, si comprende la volontà dei Governi nazionali di mantenere alcuni strumenti di intervento con maggior impatto. Tale volontà si giustifica anche con il timore che possa emergere un contrasto tra l'interesse particolare di ciascuno Stato e gli interessi generali dell'Unione. Mantenere il controllo delle politiche fiscali consente alle autorità nazionali di poter utilizzare sia il governo delle entrate sia il governo delle uscite,

---

<sup>105</sup> D. VELO, *La neutralizzazione della moneta e del debito pubblico e la centralità della politica fiscale. Il modello europeo in divenire*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, pp. 106-108.



realizzando soluzioni in grado di contemperare obiettivi diversi, sociali ed economici.

In definitiva, questo atteggiamento conservativo degli Stati membri ha svolto il suo peso nel definire la dimensione limitata del budget europeo, influenzando in tal modo la configurazione in concreto assunta dal federalismo fiscale in Europa.

## CAPITOLO II - Le basi giuridiche per un debito europeo

SOMMARIO: 2.1. Premessa. – 2.2. Le regole fiscali nel diritto dei Trattati. – 2.3. Le norme del TFUE rilevanti per un debito pubblico europeo. – 2.4. Le norme del TFUE rilevanti per il debito pubblico degli Stati membri. – 2.4.1. *Il divieto di monetizzazione del debito (articolo 123 del TFUE)*. – 2.4.2. *Il divieto di salvataggio esterno (articolo 125 del TFUE)*. – 2.4.3. *Il divieto di disavanzo eccessivo (articolo 126 del TFUE)*.

### 2.1 - Premessa

Nel primo capitolo abbiamo appurato che l'esistenza di bilanci e di debiti pubblici nazionali è all'origine della fragilità dell'Eurozona. Per rendere meno vulnerabile l'Eurozona, sarebbe necessario consolidare in un bilancio europeo allargato parte dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali. Vi sono due ragioni che rendono necessaria questa scelta<sup>106</sup>.

In primo luogo, un simile consolidamento creerebbe un'autorità fiscale comune in grado di emettere strumenti di debito in una moneta che è sotto il suo controllo. Così facendo, l'autorità fiscale tutelerebbe gli Stati membri dal rischio di venire forzati all'inadempienza da parte dei mercati finanziari. Inoltre, proteggerebbe l'unione monetaria dalle pressioni centrifughe che i mercati finanziari possono esercitare sull'unione stessa.

In secondo luogo, consolidando i bilanci nazionali in un bilancio centrale, si potrebbe organizzare un meccanismo di trasferimenti automatici. Un tale meccanismo funzionerebbe come un elemento assicurativo in quanto trasferirebbe risorse dal bilancio centrale europeo ai bilanci dei Paesi investiti da shock economici negativi.

---

<sup>106</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 167.

Questa soluzione – il consolidamento di parte dei bilanci nazionali in un unico bilancio federale – richiede un grado molto elevato di unione politica tra i Paesi membri che dovrebbero essere disposti a trasferire alle istituzioni europee sovranità sia in materia di tassazione che di spesa.

Al momento l'Eurozona non dispone di un'efficace struttura di politiche anticicliche per fronteggiare una prolungata fase di stagnazione e deflazione. Le regole di politica di bilancio introdotte dal Trattato di Maastricht, poi confluite nel TFUE, non erano volte a dotare l'Eurozona di un quadro di politica economica, ma piuttosto a salvaguardare l'integrità della politica monetaria della Banca centrale europea. La BCE è infatti autorizzata a perseguire la stabilità dei prezzi ma incontra limiti importanti nella possibilità di condurre la politica monetaria. Tali limiti consistono<sup>107</sup>:

- nel divieto di finanziamento monetario del debito degli Stati membri (articolo 123 del TFUE);
- nel divieto di *bail-out* del debito pubblico degli Stati membri (articolo 125 del TFUE);
- nel divieto di deficit eccessivi (articolo 126 del TFUE).

In aggiunta a tali vincoli di natura legale, la BCE incontra anche vincoli di natura politica che consistono nel rischio di ricorsi, alle autorità giudiziarie nazionali ed europee, contro le decisioni assunte dalla stessa BCE<sup>108</sup>.

In questo capitolo esamineremo dapprima le norme del TFUE rilevanti per un eventuale debito pubblico dell'Unione europea, distinto dal debito dei

---

<sup>107</sup> F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, pp. 101-102.

<sup>108</sup> F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 124.

singoli Stati membri. Sotto questo profilo, analizzeremo l'articolo 310 del TFUE che sancisce il principio del pareggio di bilancio per l'Unione europea.

In un secondo momento, considereremo le norme del TFUE rilevanti in tema di debito degli Stati membri, per verificare se esiste, per gli Stati membri, la possibilità giuridica di mutualizzare il proprio debito. Queste norme sono:

- l'articolo 123 del TFUE, che introduce il divieto di monetizzazione del debito;
- l'articolo 125 del TFUE, che dispone il divieto di salvataggio esterno (cosiddetta clausola di *no bail out*) da parte dell'Unione o di singoli Stati nei confronti di uno Stato membro;
- l'articolo 126 del TFUE che dispone il divieto di disavanzo eccessivo.

Prima di esaminare i summenzionati articoli del TFUE, è utile capire le ragioni economiche che hanno giustificato l'introduzione di regole fiscali all'interno dei Trattati europei.

## **2.2 - Le regole fiscali nel diritto dei Trattati**

Le regole fiscali introdotte nei Trattato di Maastricht, poi confluite nel TFUE, non erano volte a dotare l'Eurozona di un quadro di politica economica, ma a difendere l'integrità della politica monetaria della Banca centrale europea<sup>109</sup>.

---

<sup>109</sup> Per un'analisi, sotto il profilo economico, delle regole fiscali presenti nel diritto dei Trattati europei si rinvia a C. COTTARELLI, *Il Macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Feltrinelli, Milano, 2016, pp. 133-144. Si veda anche F. BALASSONE, *La governance economica dell'area dell'euro: un difficile equilibrio tra riduzione e*

In una unione monetaria, con Paesi che condividono la stessa moneta, le regole fiscali sono necessarie; lo sono meno in un Paese che ha la sua moneta. Infatti, in un Paese che mantiene la propria sovranità monetaria, se il Governo fa una politica fiscale in deficit (riducendo la tassazione oppure aumentando la spesa pubblica), l'espansione fiscale produce un aumento del livello dei tassi di interesse. La politica fiscale espansiva “spiazza” gli investimenti di quel Paese perché l'aumento dei tassi di interesse scoraggia gli investimenti da parte delle imprese le quali dovrebbero prendere a prestito a tassi più alti il denaro necessario. Se poi la banca centrale del Paese in questione decide di fare una politica monetaria accomodante (con un aumento dell'offerta di moneta), allora il livello dei tassi di interesse non crescerà e quindi l'espansione del Pil sarà ancora maggiore. Tuttavia, nel lungo periodo, la politica in deficit di quel Paese sarà pagata dai cittadini di quel Paese in termini di maggiore inflazione. In definitiva, in un Paese monetariamente indipendente la decisione del Governo di fare una politica fiscale in deficit si ripercuote prima o poi sul medesimo Paese.

In un'area monetaria le cose sono più complicate. In tal caso, ogni Paese aderente all'area monetaria può avere la tentazione – cosiddetto “azzardo morale” – di fare una politica fiscale in deficit nella convinzione che poi gli altri Paesi aderenti interverranno a soccorrerlo, magari consentendo alla Banca centrale di acquistare i titoli del debito pubblico di quel Paese. In altri

---

*condivisione dei rischi*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 48 e 49.

Per una esposizione dei profili giuridici si rinvia a D. SICLARI, G. LO CONTE, *Finanza pubblica*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, CEDAM, Padova, 2016, pp. 197-198.

termini, ciascuno Stato membro sarebbe incentivato ad assumere comportamenti opportunistici: godere dei vantaggi di una politica fiscale in deficit senza sopportarne i costi in termini di maggiori tassi di interesse. I tassi di interesse, infatti, sarebbero mantenuti inalterati dagli interventi di acquisto dei titoli di debito pubblico di quel Paese da parte della banca centrale. Le iniezioni di liquidità da parte della banca centrale si ripercuoterebbero su tutti gli altri Paesi in termini di maggiore inflazione. Un Paese gode del beneficio (espansione del Pil grazie a una politica fiscale in deficit) e gli altri Paesi membri dell'unione monetaria ne pagano le conseguenze in termini di maggiore inflazione. Di qui discende la necessità di una disciplina fiscale più cogente nell'ambito di una unione monetaria.

Le regole fiscali a livello europeo sono essenzialmente due e risalgono al Trattato di Maastricht del 1992: la regola sul debito e la regola sul deficit<sup>110</sup>.

La regola sul debito stabilisce che il debito pubblico in rapporto al Pil non può eccedere il 60 per cento e, qualora sia superiore, il rapporto deve tendere verso il 60 per cento ad un ritmo "adeguato" o "soddisfacente".

---

<sup>110</sup> Al riguardo, il paragrafo 2 dell'articolo 126 del TFUE dispone:

*“La Commissione sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri, al fine di individuare errori rilevanti. In particolare esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base dei due criteri seguenti:*

*a) se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che:*

*- il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento,*

*- oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;*

*b) se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato*

*I valori di riferimento sono specificati nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato ai trattati”.*

Questa regola del 60 per cento fu così formulata perché all'epoca era quello il livello medio del rapporto debito-Pil nei Paesi aderenti all'unione monetaria.

L'altra regola riguarda il deficit che non deve superare il 3 per cento del Pil. Il 3 per cento nasceva da una ipotesi matematica in base alla quale, se il deficit era al 3 per cento e la crescita del Pil nominale al 5 per cento (vale a dire 3% di crescita reale più 2% di inflazione), questo consentiva di mantenere costante il rapporto debito-Pil al 60%.

Negli anni Novanta e Duemila l'attenzione delle istituzioni europee, soprattutto della Commissione, si è concentrata sulla regola del deficit al 3%. Era infatti previsto che, qualora uno dei Paesi aderenti alla Unione monetaria non avesse rispettato il parametro, sarebbe incorso in una procedura per deficit eccessivo, che prevedeva determinate sanzioni. In realtà queste sanzioni non sono mai state inflitte: nel 2002, quando a sfiorare il tetto del 3% furono Francia e Germania, il Consiglio europeo dei Capi di Stato e di Governo decise di non comminare alcuna sanzione.

Il problema del rispetto delle regole di bilancio è esploso in tutta la sua drammaticità, a fine 2009, con la crisi dell'euro e dei debiti sovrani. Per tentare di rimediare alla situazione, nel settembre 2011 viene introdotta a livello europeo il cosiddetto *Six Pack*: un pacchetto di sei misure approvate dal Parlamento europeo e dal Consiglio europeo, su proposta della Commissione. Nel marzo 2012, in occasione del Consiglio europeo dell'1-2 marzo 2012, viene sottoscritto, tra tutti gli Stati membri dell'Unione europea (ad eccezione del Regno Unito e della Repubblica ceca) il *Fiscal Compact* (Patto fiscale), che recepisce il *Six Pack*. Il *Fiscal Compact* introduce fondamentalmente tre novità.

In primo luogo, il *Fiscal Compact* spiega cosa significa che il rapporto debito-Pil deve scendere a una velocità “adeguata”, qualora il debito di un Paese sia superiore al 60 per cento. In base alle nuove regole, il rapporto deve diminuire a un ritmo di un ventesimo all’anno. Facciamo l’esempio dell’Italia che nel 2016 (primo anno) ha registrato un rapporto debito-Pil pari al 133%. La distanza tra 133% e 60% (che è il valore target) è pari al 73%. Un ventesimo di 73 è pari a 3,65, quindi nel 2017 il rapporto avrebbe dovuto essere pari a 129,35% (133% meno 3,65%). Nel 2017 (secondo anno) l’eccesso di debito è pari a 69,35 (129,35 meno 60), il che comporta ridurlo di 3,47 (un ventesimo di 69,35). Come si vede, anno per anno la necessità della riduzione diminuisce. Ma vi è di più. La necessità di ridurre il rapporto debito-Pil del 3% non implica che bisogna fare una manovra correttiva da 50 miliardi (50 miliardi di maggiori entrate o 50 miliardi di minori spese o un mix delle due cose, assumendo che il Pil sia all’incirca di 1.600 miliardi). Né implica che il debito debba ridursi in valore assoluto di 50 miliardi. È il rapporto debito-Pil che deve ridursi. Se il debito resta invariato da un anno all’altro (cosa che succede quando il deficit è nullo, cioè il bilancio è in pareggio) allora basta che il Pil cresca per ridurre il rapporto.

In secondo luogo il *Fiscal Compact* dispone che il 3% rappresenti il tetto da non sfiorare. Il deficit da considerare non è quello contabile o nominale ma quello strutturale, cioè il deficit corretto per il ciclo economico. In altri termini, quando, a causa di una recessione, il Pil effettivo è al di sotto del Pil potenziale (cosiddetto “*output gap*”), allora è consentito avere deficit. Viceversa, quando l’economia è in espansione perché il Pil effettivo è al di sopra del Pil potenziale, allora ci sarà un surplus nominale.



Infine, il *Fiscal Compact* ha dato vita a un braccio preventivo, accanto a quello correttivo, della governance europea, affidando alla Commissione europea il compito di sorvegliare i conti pubblici dei vari Stati membri già nel primo semestre dell'anno, al fine di monitorare con tempestività il loro andamento.

### **2.3 - Le norme del TFUE rilevanti per un debito pubblico europeo**

Nei Trattati europei non esistono articoli che definiscono le condizioni per l'emissione di debito proprio dell'Unione europea, distinto da quello degli Stati membri. Nel diritto dell'Unione europea esiste il principio del pareggio di bilancio, che vieta all'Unione di accendere prestiti.

L'articolo 310 del TFUE, paragrafo 1, terzo comma prevede: *“Nel bilancio, entrate e spese devono risultare in pareggio”*. Il successivo paragrafo 4: *“Per mantenere la disciplina di bilancio, l'Unione, prima di adottare atti che possono avere incidenze rilevanti sul bilancio, deve assicurare che le spese derivanti da tali atti possano essere finanziate entro i limiti delle risorse proprie dell'Unione e nel rispetto del quadro finanziario pluriennale di cui all'articolo 312”*.

Le *“risorse proprie”* dell'Unione europea sono essenzialmente di due tipi:

- entrate derivanti dai diritti doganali;
- i versamenti degli Stati membri al bilancio dell'Unione.

Il principio del pareggio del bilancio viene ribadito nel regolamento (UE) n. 966 del 2012, che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione. Il regolamento (UE) n. 966 del 2012 è quindi l'atto di diritto derivato che fornisce le regole per l'attuazione del bilancio.

Il paragrafo 1 dell'articolo 17 di tale regolamento dispone: *“Entrate e stanziamenti di pagamento risultano in pareggio”*.

Il successivo paragrafo 2 dell'articolo 17 proibisce espressamente all'Unione europea di indebitarsi, prevedendo: *“L'Unione e gli organismi di cui all'articolo 208 non possono accendere prestiti entro il quadro del bilancio”*.

Dall'esame delle disposizioni richiamate emerge che non c'è spazio per un ricorso al debito da parte dell'Unione europea. Tale ricorso, infatti, non è compatibile né con l'articolo 310 del TFUE (che introduce il principio del pareggio del bilancio dell'Unione europea) né con l'articolo 17 del regolamento finanziario che dà attuazione a detto principio.

In altri termini, le attuali regole del diritto primario e del diritto derivato non consentono all'Unione europea di emettere sul mercato eurobond, vale a dire titoli del debito europeo distinti dai titoli del debito dei singoli Stati membri<sup>111</sup>.

In prospettiva, non è escluso che si possano prevedere meccanismi per un debito pubblico europeo. Ma questo richiede una riforma del TFUE, che presuppone l'accordo unanime di tutti i Governi e dei Parlamenti di tutti gli Stati membri dell'Unione, nonché dell'elettorato di alcuni Stati membri nei quali dovrebbe essere organizzato un referendum popolare ad hoc<sup>112</sup>.

---

<sup>111</sup> Al riguardo si rinvia a J. ZILLER, *Le basi giuridiche per un debito pubblico europeo*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo?*, Soveria Mannelli (CZ), Rubbettino, 2012, p. 145.

<sup>112</sup> Alla domanda *“perché non si cambiano le norme dei Trattati e non si permette alla UE di indebitarsi”*, Giuseppe Guarino risponde che *“la difficoltà sta in ciò, che gestire politicamente una moneta costituisce una forma estrema di attività politica”*. E più avanti: *“Decisioni politiche di tale peso, in regime democratico, comportano necessariamente l'esistenza di organi centrali che traggono la loro origine in modo diretto o indiretto da un corpo elettorale che sia espressione unitaria del popolo europeo assunto nella sua unità”*. Così conclude l'autore: *“Dal che è facile comprendere che dotare l'Unione di organi*

## 2.4 - Le norme del TFUE rilevanti per il debito pubblico degli Stati membri

Nel paragrafo precedente abbiamo visto che il principio di pareggio del bilancio di cui all'articolo 310 del TFUE non consente all'Unione europea di emettere sul mercato un proprio debito, distinto dal debito degli Stati membri. Nel presente paragrafo, invece, cerchiamo di capire se esiste nel TFUE la possibilità per gli Stati membri di mutualizzare i propri debiti. Le norme rilevanti al riguardo sono:

- l'articolo 123 del TFUE, che introduce il divieto di monetizzazione del debito;
- l'articolo 125 del TFUE, che dispone il divieto di salvataggio esterno (cosiddetta clausola di *no bail out*) da parte dell'Unione o di singoli Stati nei confronti di uno Stato membro;
- l'articolo 126 del TFUE, che dispone il divieto di disavanzo eccessivo.

Possiamo affermare, sin da ora, che le regole ora richiamate costituiscono un quadro normativo rigido che di fatto vieta agli Stati membri di mutualizzare il proprio debito. In particolare, è l'articolo 125 del TFUE a impedire una simile prospettiva, laddove dispone che *“Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni”* di altri Stati membri. Esaminiamo nel dettaglio i singoli articoli del TFUE.

---

*di chiara natura politica significa trasformarla in un organismo di carattere statale”*. G. GUARINO, *Verso una fase costituente nell'Unione europea*, Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, fascicolo n. 6 del 2009, p. 1287.

### ***2.4.1 - Il divieto di monetizzazione del debito (articolo 123 del TFUE)***

L'articolo 123 del TFUE introduce il divieto di monetizzazione del debito, in base al quale *“Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri, a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali”*.

La norma dispone in merito al citato divieto, dapprima, con una previsione particolare riguardante la concessione di scoperti di conto e, successivamente, attraverso una previsione generale, riguardante qualsiasi forma di facilitazione creditizia. La scelta legislativa ha voluto ricomprendere ogni attività di agevolazione creditizia posta in essere dalla BCE o dalle banche centrali degli Stati membri a favore di organi, di organismi dell'Unione e di pubbliche amministrazioni o di enti degli Stati membri potenzialmente competenti a fruire delle suddette agevolazioni. L'ultima parte della norma è più specifica, prevedendo – quasi a titolo esemplificativo – come forma di agevolazione creditizia l'ipotesi di acquisto diretto di titoli di debito da parte della BCE o dalle banche centrali degli Stati membri. Tale disposizione vieta alla BCE e alle banche centrali degli Stati membri di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia alle autorità e agli organismi pubblici dell'Unione e degli Stati membri, nonché di acquistare direttamente, presso di essi, titoli del loro debito.

Il divieto di monetizzazione del debito viene ribadito dall'articolo 21 (rubricato "Operazioni con enti pubblici") del Protocollo n. 4 (rubricato "Sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea") che al paragrafo 1 dispone: *"Conformemente all'articolo 123 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali"*.

Previsione simile si rinviene nel disposto dell'articolo 124 del TFUE, che stabilisce: *"È vietata qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra alle istituzioni, agli organi o agli organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie"*. L'articolo 124 del TFUE vieta agli Stati membri e alle altre amministrazioni pubbliche di usufruire di un accesso privilegiato agli strumenti finanziari. È così impossibile, per gli Stati membri, utilizzare uno strumento comodo per superare una situazione di mancanza di liquidità, reputata pericolosa da chi ritiene che un tale strumento – per definizione temporaneo – possa diventare permanente. Peraltro, questa clausola si ricollega all'articolo 126 del TFUE (divieto di disavanzo eccessivo) e intende impedire ai Governi di nascondere eventuali disavanzi tramite strumenti di "finanza creativa".

Sono essenzialmente due le ragioni alla base della scelta di inserire nel TFUE il divieto di monetizzazione del debito.

In primo luogo, la monetizzazione del debito produce, nel lungo periodo, inflazione: una tassa occulta che colpisce in misura maggiore i percettori di reddito fisso (lavoratori e pensionati)<sup>113</sup>.

In secondo luogo, la monetizzazione del debito pone problemi di azzardo morale. Se un Governo ha la certezza che, prima o poi, la BCE interverrà per acquistare il suo debito pubblico, vengono meno gli incentivi a tenere i conti pubblici in ordine. La recente crisi ha dimostrato che quando uno Stato non mantiene le finanze pubbliche sotto controllo, il conto piuttosto salato viene pagato anche dagli altri Paesi sia in termini di contagio sia in termini di soccorso. Lo scoppio della crisi del debito in Grecia alla fine del 2009 ha contagiato, in un primo momento, Portogallo, Irlanda e Spagna, e poi nell'autunno del 2011 anche l'Italia. L'Italia ha dovuto finanziare il salvataggio dei Paesi in difficoltà con oltre 60 miliardi di euro, che attualmente pesano sul nostro debito<sup>114</sup>.

Malgrado il divieto di monetizzazione del debito contenuto nell'articolo 123 del TFUE, la BCE ha potuto acquistare i titoli del debito degli Stati membri in crisi grazie a quanto stabilito dall'articolo 18 (*Operazioni di credito e di mercato aperto*) del Protocollo n. 4<sup>115</sup>. Del resto, data l'ingente quantità di

---

<sup>113</sup> T. MONACELLI, *Monetizzare il deficit è un'illusione pericolosa*, lavoce.info, 30 ottobre 2018.

<sup>114</sup> V. DE ROMANIS, *L'idea di Tria di spingere la BCE a finanziare il debito è pericolosa*, Il Foglio, 24 maggio 2019.

<sup>115</sup> L'articolo 18 del Protocollo n. 4 dispone: *“La BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di:*

– *operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi,*

risorse necessarie per finanziare simili operazioni, nessun'altra istituzione dell'Unione europea avrebbe avuto la possibilità concreta di comprare titoli di Stato.

L'articolo 123 del TFUE è stato, a più riprese, oggetto di pronunce da parte della Corte di Giustizia dell'Unione europea.

Con la sentenza (C-62/14) del 16 giugno 2015, il giudice europeo è intervenuto riconoscendo la legittimità del programma *Outright Monetary Transactions* – OMT (acronimo inglese per “Operazioni Monetarie Definitive”), annunciato dalla BCE nel luglio 2012 ma mai effettivamente attuato. È bastato, infatti, l'effetto annuncio per tranquillizzare i mercati e calmierare gli spread. Sebbene l'Istituto di Francoforte non abbia mai dato seguito al programma OMT, la Corte di Giustizia europea si è ugualmente pronunciata. Secondo la Corte, la condotta della BCE è compatibile con l'articolo 123 del TFUE, a condizione che ponga in essere tutti gli accorgimenti necessari affinché non ci sia equiparazione all'acquisto di titoli sul mercato primario<sup>116</sup>.

Di recente, la Corte di Giustizia europea è intervenuta di nuovo sul tema. Con la sentenza (C-493/17) dell'11 dicembre 2018, il giudice europeo ha considerato legittimo il programma *Public Sector Purchase Programme* (PSPP): il programma di acquisto dei titoli del debito sovrano, avviato dalla BCE nel marzo 2015, più noto con il nome di *Quantitative Easing*. Secondo la Corte

---

– *effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie”.*

<sup>116</sup> Per un approfondimento si rinvia a F. MATTASSOGLIO, *Dalla Banca d'Italia alla Banca centrale europea: come sono cambiate le modalità di finanziamento del debito pubblico*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, fascicolo n. 5 del 2016.

europea, il programma non viola l'articolo 123 del TFUE in quanto gli acquisti di obbligazioni sono stati effettuati sul mercato secondario e pertanto non equivalgono al finanziamento diretto del debito. Il programma – ha argomentato la Corte – non travalica il mandato della BCE, ma rientra nell'ambito della politica monetaria e rispetta il principio di proporzionalità. L'intervento della Corte di Giustizia europea nasce da una serie di ricorsi presentati, dinanzi alla Corte costituzionale della Germania, da cittadini tedeschi che chiedevano se l'azione della BCE rientrasse nell'ambito del proprio mandato. La Corte costituzionale tedesca aveva a sua volta investito della questione la Corte di Giustizia europea, chiedendole se il *Quantitative Easing* equivalesse a un finanziamento monetario del debito pubblico e se la BCE avesse oltrepassato i limiti della sua autorità. In definitiva, la pronuncia del giudice europeo dell'11 dicembre 2018, che riconosce la legittimità del *Quantitative Easing*, rafforza il ruolo della BCE nell'ambito delle istituzioni europee<sup>117</sup>.

#### ***2.4.2 - Il divieto di salvataggio esterno (articolo 125 del TFUE)***

L'articolo 125 del TFUE introduce il divieto di salvataggio esterno (o clausola di *no bail out* o divieto di trasferimenti diretti tra gli Stati). La norma prevede che *“L'Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle*

---

<sup>117</sup> Per un commento più puntuale della sentenza della Corte di Giustizia europea dell'11 dicembre 2018, si rimanda a N. MARZONA, *I (nuovi) confini della politica monetaria. Commento a CGUE, 11 dicembre 2018, Sezione Grande, C. 493/2017*, in *Amministrazione in Cammino*, 8 aprile 2019.



*amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico”.*

La norma vuole esimere l'Unione europea dagli impegni di carattere finanziario assunti dai singoli Stati membri, così come gli Stati membri a loro volta non rispondono degli impegni assunti da altri Stati membri dell'Unione. Sancisce l'inesistenza di qualsiasi vincolo di solidarietà tra gli Stati membri e l'impossibilità che uno Stato o che l'Unione europea siano chiamati a rispondere per i debiti altrui<sup>118</sup>. L'articolo in esame sarebbe un ostacolo alla *transfer union*, ossia alle esigenze di sostegno degli Stati in difficoltà (*no bail out clause*)<sup>119</sup>.

---

<sup>118</sup> In questo senso si veda A. CRISMANI, *Il problema della gestione del debito pubblico*, in L.C. CADEDDU (a cura di), *Il coordinamento dinamico della finanza pubblica*, Jovene, Napoli, 2011, p. 112. Si veda anche M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra stati membri, le pubbliche amministrazioni*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comparato*, aprile 2013.

<sup>119</sup> Al riguardo scrive Astrid Zei: “L’art. 125 del Trattato sul funzionamento dell’Unione europea chiarisce che l’Unione e gli Stati membri non sono responsabili e non subentrano nei debiti di un altro Stato membro. Si tratta della c.d. clausola no-bail-out. Essa esclude dunque qualunque obbligazione finanziaria tra gli Stati, anche nell’ipotesi di un default nazionale, sebbene manchi un divieto espresso riguardo all’eventuale decisione di fornire un sostegno finanziario agli Stati in difficoltà, su base volontaria. Molti, tuttavia, ritengono che tale norma vada letta come un più generale rifiuto rispetto all’ipotesi di una responsabilità diffusa all’interno dell’Unione europea per le scelte di politica economica e finanziaria dei singoli Stati, così che il c.d. azzardo morale nella gestione dei bilanci nazionali non possa mai essere premiato e gli squilibri finanziari di uno Stato membro non si propaghino agli altri”. A. ZEI, *Un colpo al cerchio e uno all’Europa: la Germania dopo la sentenza Lisbona*, federalismi.it, 22 giugno 2011, p. 9.

Tuttavia, nella sentenza Pringle (C-370/12) del 27 novembre 2012, la Corte di Giustizia europea ha sottolineato che l'articolo 125 del TFUE non vieta all'Unione o agli Stati membri la concessione di qualsiasi forma di assistenza finanziaria ad un altro Stato membro. Nel caso specifico, il giudice europeo si è pronunciato sulla decisione 2011/199/UE del Consiglio europeo del 25 marzo 2011, che istituisce il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Con la decisione 2011/199/UE, il Consiglio europeo ha previsto che all'articolo 136 del TFUE sia aggiunto il paragrafo 3, in base al quale: *“Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità”*. In buona sostanza, la sentenza ha affermato la validità della decisione con la quale il Consiglio europeo – secondo una procedura di revisione semplificata dei Trattati, ai sensi dell'articolo 48, paragrafo 6 e seguenti, del TUE – aveva modificato l'articolo 136 del TFUE allo scopo di consentire agli Stati membri dell'Eurozona di concludere tra di loro l'accordo istitutivo del MES. Secondo il giudice europeo, infatti, tale decisione del Consiglio europeo, incidendo unicamente sulle politiche interne dell'Unione, non modifica le competenze dell'Unione stessa per quanto attiene al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri.

Prima della crisi dell'euro e dei debiti sovrani del 2009, l'interpretazione prevalente dell'articolo 125 del TFUE era quella secondo cui è vietato all'Unione europea o a uno Stato membro concedere prestiti a un altro Stato membro. In realtà, l'articolo 125, paragrafo 1, dice qualcosa di diverso. La norma stabilisce che l'Unione europea o uno Stato membro non rispondono

dei debiti, né possono subentrare nei debiti di un altro Stato. La norma, però, non vieta all'Unione europea o a uno Stato membro di concedere prestiti a un altro Stato membro. Questa interpretazione dell'articolo 125 del TFUE è emersa tra i giuristi del Consiglio europeo, allorquando nel marzo 2011 si è deciso di istituire il MES<sup>120</sup>. I giuristi del Consiglio hanno scoperto la possibilità di utilizzare una clausola – già presente nel Trattato di Maastricht, poi confluita nell'articolo 122 del TFUE – che prevede che *“Qualora uno Stato membro 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, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un’assistenza finanziaria dell’Unione allo Stato membro interessato”*.

Sulla base di quanto disposto dall'articolo 122 del TFUE, è stato fatto il seguente ragionamento: se il Consiglio ha la possibilità di concedere assistenza finanziaria a uno Stato appartenente all'Unione europea che si trovi in difficoltà per circostanze che sfuggono al suo controllo, perché non dovrebbe essere possibile fare lo stesso anche per gli Stati membri dell'Eurozona? Il Meccanismo Europeo di Stabilità è infatti analogo al meccanismo di sostegno finanziario a medio termine degli Stati membri che non fanno parte dell'Eurozona, per il quale non vi è nessun dubbio di legittimità, dato che esiste per esso una base giuridica specifica, cioè l'articolo 143 del TFUE<sup>121</sup>.

---

<sup>120</sup> Per un approfondimento si rimanda a J. ZILLER, *Le basi giuridiche per un debito pubblico europeo*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo?*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, pp. 77-82.

<sup>121</sup> Per comodità di lettura, si riporta il testo del paragrafo 1 dell'articolo 143 del TFUE: *“In caso di difficoltà o di grave minaccia di difficoltà nella bilancia dei pagamenti di uno Stato membro con deroga, provocate sia da uno squilibrio globale della sua bilancia dei pagamenti, sia dal tipo*

La clausola di *no bail out* dell'articolo 125 del TFUE è rimasta invariata anche dopo la decisione del Consiglio dell'Unione europea del 25 marzo 2011 di modificare l'articolo 136 del TFUE che ha per solo scopo quello rendere permanente il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziario adottato in via provvisoria sulla base dell'articolo 122 del TFUE.

La Germania si è sempre opposta a qualsiasi modifica dell'articolo 125 del TFUE volta a rendere possibile un subentro dell'Unione europea nei debiti degli Stati membri. Se tale subentro fosse ammesso attraverso una modifica dell'articolo 125 del TFUE, ciò sarebbe visto come un passo in avanti verso un sistema autenticamente federale.

### ***2.4.3 - Il divieto di disavanzo eccessivo (articolo 126 del TFUE)***

L'articolo 126 del TFUE introduce il divieto di disavanzo eccessivo, laddove dispone che *“Gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi”*.

A ben vedere, il paragrafo 1 dell'articolo 126 del TFUE – testé riportato – indica un obiettivo dell'Unione non soltanto in termini di deficit degli Stati membri ma anche in termini di debito, dal momento che lo stock di debito

---

*di valuta di cui esso dispone, e capaci in particolare di compromettere il funzionamento del mercato interno o l'attuazione della politica commerciale comune, la Commissione procede senza indugio a un esame della situazione dello Stato in questione e dell'azione che questo ha intrapreso o può intraprendere conformemente alle disposizioni dei trattati, facendo appello a tutti i mezzi di cui esso dispone. La Commissione indica le misure di cui raccomanda l'adozione da parte dello Stato interessato”*.

altro non è che l'accumulo dei disavanzi creati anno per anno da uno Stato membro.

La definizione del disavanzo pubblico eccessivo risulta dal paragrafo 2 del medesimo articolo 126 del TFUE, che affida alla Commissione il compito di sorvegliare *“l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri, al fine di individuare errori rilevanti”*. Non si tratta quindi di una proibizione assoluta del debito pubblico.

I paragrafi da 3 a 9 dell'articolo 126 non prevedono nessuna sanzione automatica in caso di disavanzo eccessivo e mettono, invece, in luce il carattere fortemente politico della decisione che è affidata al Consiglio sulla base di raccomandazioni della Commissione, anziché alla Commissione stessa, come accade per altri settori di politiche interne dell'Unione europea.

L'articolo 126, paragrafo 2, del TFUE stabilisce che la Commissione sorveglia la conformità alla disciplina di bilancio di ciascuno Stato sulla base di due criteri:

- se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento;
- se il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, *“a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato”*.

I valori di riferimento sono specificati dall'articolo 1 del Protocollo n. 12 sulla procedura per disavanzi eccessivi e sono:

- il 3% per il rapporto fra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato;
- il 60% per il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato.

Il Protocollo n. 12 sulla procedura per i disavanzi eccessivi non deve essere confuso con il Protocollo n. 13 sui criteri di convergenza, che si applica nell'ipotesi di entrata di uno Stato nell'Unione economica e monetaria e che precisa il significato dei quattro criteri indicati nell'articolo 140 del TFUE<sup>122</sup>.

L'articolo 2 del Protocollo n. 12 fornisce, poi, delle precisazioni sulle definizioni:

- *“per pubblico, si intende la pubblica amministrazione, vale a dire l'amministrazione statale, regionale o locale e i fondi di previdenza sociale, ad esclusione delle operazioni commerciali, quali definiti nel Sistema europeo di conti economici integrati,*
- *per disavanzo, si intende l'indebitamento netto quale definito nel Sistema europeo di conti economici integrati,*
- *per investimento, si intende la formazione lorda di capitale fisso, quale definita nel Sistema europeo di conti economici integrati,*
- *per debito, si intende il debito lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori della pubblica amministrazione quale definita nel primo trattino”.*

Vi è una differenza tra il Protocollo n. 12 sulla procedura per i disavanzi eccessivi e gli altri Protocolli allegati ai Trattati. Come previsto dall'articolo

---

<sup>122</sup> Si ricorda che i criteri enumerati dall'articolo 140 del TFUE sono:

- *“il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi,*
- *la sostenibilità della situazione della finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo secondo la definizione di cui all'articolo 126, paragrafo 6,*
- *il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti dell'euro,*
- *i livelli dei tassi di interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro con deroga e della sua partecipazione al meccanismo di cambio”.*

126, paragrafo 14, del TFUE, il Protocollo n. 12 potrebbe essere cambiato senza la riforma contestuale dei Trattati – e quindi senza la necessità di un’ulteriore ratifica in ciascuno Stato membro – però sempre con unanimità del Consiglio<sup>123</sup>. Non si tratta della possibilità di sopprimere del tutto i criteri di riferimento, dato che il medesimo paragrafo 14 dell’articolo 126 del TFUE prevede che il Protocollo fissi i parametri e che vi sia comunque l’utilizzo di decisioni di attuazione.

Il fatto che i criteri del disavanzo eccessivo possano essere modificati senza riforma dei Trattati non significa che essi siano facili da cambiare. La necessità di un accordo unanime del Consiglio comporta come conseguenza che i Governi riluttanti, davanti ad una tale riforma, spingerebbero verso un negoziato più complessivo, il che comporterebbe anche la richiesta di qualche cambiamento dei Trattati stessi.

In un tale contesto, i Governi contrari a un cambiamento delle regole hanno una posizione più forte di quelli che vogliono un tale cambiamento. Per non cambiare nulla, è sufficiente il veto di un Governo. Viceversa, per cambiare, ci vuole la creazione – tramite concessioni reciproche – di una coalizione tra Governi abbastanza potente da pesare sui Governi riluttanti.

---

<sup>123</sup> Si riporta, per comodità di lettura, il testo del paragrafo 14 dell’articolo 126 del TFUE:

*“Ulteriori disposizioni concernenti l’attuazione della procedura descritta nel presente articolo sono precisate nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato ai trattati.*

*Il Consiglio, deliberando all’unanimità secondo una procedura legislativa speciale e previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, adotta le opportune disposizioni che sostituiscono detto protocollo.*

*Fatte salve le altre disposizioni del presente paragrafo, il Consiglio, su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo, precisa le modalità e le definizioni per l’applicazione delle disposizioni di detto protocollo”.*

Riepilogando, si può concludere che gli articoli del TFUE costituiscono un quadro rigido di regole che di fatto precludono:

- all’Unione europea di indebitarsi sul mercato, per il principio di pareggio del bilancio di cui all’articolo 310 del TFUE;
- agli Stati membri di mutualizzare il loro debito, per la clausola di *no bailout* di cui all’articolo 125 del TFUE.

Per consentire all’Unione europea di indebitarsi sul mercato o agli Stati membri di mutualizzare i propri debiti, occorrerebbe una riforma di ampio respiro del TFUE. Ma sarebbe necessario un accordo unanime dei Governi, nonché dei Parlamenti, di tutti gli Stati membri dell’Unione europea, che siano o no membri dell’Eurozona, e probabilmente la celebrazione di referendum confermativi in alcuni Paesi, tra cui la Germania.



## **CAPITOLO III - I possibili approcci al debito europeo: mutualizzazione versus non mutualizzazione**

SOMMARIO: 3.1. Premessa. – 3.2. Le proposte fondate sulla mutualizzazione del debito. – 3.2.1. *Scenario di alta mutualizzazione: eurobond in senso stretto.* – 3.2.2. *Scenario di media mutualizzazione: union bond.* – 3.2.3. *Scenario di bassa mutualizzazione: stability bond.* – 3.2.4. *Obbligazioni blu e rosse.* – 3.3. Le proposte alternative alla mutualizzazione del debito. – 3.3.1. *Il programma PADRE.* – 3.3.2. *Il Fondo europeo per il rimborso del debito (European Redemption Fund).* – 3.3.3. *I titoli sintetici sicuri: European Safe Bond (ESB).* - 3.3.4. *I surrogati degli eurobond: Sovereign Bond Backed Securities (SBBS).*

### **3.1 - Premessa**

Nel primo capitolo sono stati illustrati i passi – difficili ma necessari – per rendere più solida l’Eurozona: il rafforzamento del ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza, il completamento dell’unione bancaria, l’approfondimento dell’unione del mercato dei capitali, l’accentramento a livello europeo delle politiche di bilancio.

Nel secondo capitolo abbiamo esaminato le norme del TFUE rilevanti in tema di debito: l’articolo 123 sul divieto di monetizzazione del debito, l’articolo 125 sul divieto di salvataggio esterno, l’articolo 126 sul divieto di disavanzo eccessivo. Da tale disamina emerge con chiarezza che l’Eurozona ha di fronte a sé due possibili strade:

- la strada della mutualizzazione del debito che richiede, come visto, la modifica sostanziale del TFUE;
- la strada che lascia inalterato il TFUE perché non contempla la mutualizzazione del debito.

La prima strada rappresenta, senza dubbio, un’innovazione istituzionale marcata: una via d’uscita forte dalla complicata situazione economica nella

quale si trova oggi l'Europa. Quando i meccanismi di mercato risultano incapaci di autoregolarsi, anzi sono essi stessi fonte di instabilità economica, l'unico rimedio possibile è l'introduzione di forti discontinuità che cambino vecchie regole e consolidati assetti istituzionali. Tale cambiamento di governance richiede la revisione del TFUE, in particolare della clausola di *no bail out* (divieto di salvataggio) contenuta nell'articolo 125 del TFUE<sup>124</sup>. Rientrano in questa categoria quattro ipotesi di mutualizzazione del debito:

- eurobond in senso stretto (alta mutualizzazione);
- union bond (media mutualizzazione);
- stability bond (bassa mutualizzazione);
- obbligazioni blu e rosse.

Tuttavia, le probabilità che si possa procedere a una mutualizzazione del debito sono piuttosto basse, perché molti Paesi, a cominciare dalla Germania, si oppongono a riforme di governance che necessitano la modifica dei Trattati.

L'altra strada è politicamente meno difficile da percorrere in quanto, non contemplando la mutualizzazione del debito, non richiede la modifica del TFUE. Sono quattro le proposte che rientrano in questa seconda tipologia:

- il programma PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*);
- il Fondo europeo per il rimborso del debito (*European Redemption Fund*);

---

<sup>124</sup> A. BOTTA, *Crisi del debito, Eurobond e politiche fiscali: una prospettiva post-keynesiana*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, p. 50.

- i Titoli sintetici sicuri (*European Safe Bond - ESB*);
- i Titoli garantiti da obbligazioni sovrane (*Sovereign Bond Backed Securities - SBB*).

Nei prossimi paragrafi esamineremo dapprima le soluzioni basate sulla mutualizzazione del debito e poi quelle che non contemplano la mutualizzazione del debito.

### **3.2 - Le proposte fondate sulla mutualizzazione del debito**

Un possibile passo verso il rafforzamento dell'Eurozona consiste nell'emissione congiunta di euroobbligazioni. Emettendo congiuntamente obbligazioni, i Paesi membri si rendono responsabili in solido del debito che hanno emesso insieme. Si tratta di un impegno vincolante, finalizzato a convincere gli investitori che i Paesi partecipanti guardano seriamente al futuro dell'euro. Inoltre, l'emissione congiunta di titoli di Stato protegge i Paesi membri dalle destabilizzanti crisi di liquidità che derivano dalla loro incapacità di controllare la moneta in cui emettono i propri strumenti di debito<sup>125</sup>.

In termini generali, un'unione monetaria si pone in una situazione di debito mutualizzato quando c'è un'autorità sovranazionale che emette obbligazioni garantite in solido da tutti gli Stati membri. In buona sostanza, le proposte imperniate sulla mutualizzazione del debito comportano il

---

<sup>125</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 167.

rimpiazzo del debito emesso dai singoli Stati con un debito emesso da una autorità europea, già esistente oppure di nuova istituzione: una sorta di Agenzia europea del debito. Un po' come avviene negli Stati federali – ad esempio gli Stati Uniti – dove il debito federale viene emesso per finanziare il deficit federale e non per finanziare il deficit dei singoli Stati membri<sup>126</sup>.

Le proposte consistono nel mettere in comune il debito emettendo titoli e fornendo garanzie congiunte, il che aiuterebbe i Paesi deboli dell'Eurozona ad abbassare la loro spesa per interessi.

Le varie proposte sono caratterizzate grosso modo dalla stessa idea. Una istituzione europea emette sul mercato, per conto di tutti gli Stati membri dell'Eurozona, titoli che sono garantiti congiuntamente da tutti gli Stati. Ciò vuol dire che ogni Paese membro è responsabile per l'intero prestito: il creditore può rivolgersi a qualunque Stato membro dell'Eurozona per riscuotere l'intero importo. È, *mutatis mutandis*, un meccanismo analogo a quello della solidarietà passiva contemplata dalla disciplina privatistica italiana<sup>127</sup>.

---

<sup>126</sup> C. COTTARELLI, *Il macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Feltrinelli, Milano, 2016, p. 103.

<sup>127</sup> Si riporta, a tal proposito, il testo dell'articolo 1292 (*Nozione della solidarietà*) del Codice civile: "L'obbligazione è in solido quando più debitori sono obbligati tutti per la medesima prestazione, in modo che ciascuno può essere costretto all'adempimento per la totalità e l'adempimento da parte di uno libera gli altri; oppure quando tra più creditori ciascuno ha diritto di chiedere l'adempimento dell'intera obbligazione e l'adempimento conseguito da uno di essi libera il debitore verso tutti i creditori".

Si riporta, per completezza, anche il testo dell'articolo 1299 (*Regresso tra condebitori*) del Codice civile: "Il debitore in solido che ha pagato l'intero debito può ripetere dai condebitori soltanto la parte di ciascuno di essi. Se uno di questi è insolvente, la perdita si ripartisce per contributo tra gli altri condebitori, compreso quello che ha fatto il pagamento. La stessa norma si applica qualora sia insolvente il condebitore nel cui esclusivo interesse l'obbligazione era stata assunta".

Per un approfondimento dei profili giuridici della solidarietà passiva nel diritto civile italiano, si rinvia a: C.M. BIANCA, *Istituzioni di diritto privato*, Giuffrè Editore, Milano,

Il 23 novembre 2011, durante la fase più acuta della crisi, la Commissione europea pubblicò un Libro Verde nel quale presentò alcuni progetti di mutualizzazione del debito<sup>128</sup>. Nel documento la Commissione delineava tre possibili scenari di trasformazione graduale verso forme di crescente intensità di gestione solidale del debito<sup>129</sup>:

- scenario di alta mutualizzazione, con sostituzione completa dei debiti nazionali e garanzia congiunta (eurobond in senso stretto);
- scenario di media mutualizzazione, con sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzia congiunta (union bond);
- scenario di bassa mutualizzazione, con sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzie separate (stability bond).

Nella prima opzione (sostituzione totale dei debiti nazionali e garanzia congiunta) i debiti pubblici nazionali vengono sostituiti completamente dagli eurobond, anche se la sostituzione è graduale nel tempo. Gli Stati sono garanti in solido di tutti gli eurobond emessi: se uno Stato non è in grado di ripagare la sua parte di debito, ne rispondono gli altri.

Nella seconda ipotesi (sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzia congiunta) i debiti pubblici nazionali sono sostituiti soltanto in parte dagli eurobond: oltre un certo limite, gli Stati continuano a finanziarsi con

---

2016, pp. 345-347; A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Cedam, Padova, 1992, pp. 491-494.

<sup>128</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011.

<sup>129</sup> Per un approfondimento si rinvia a M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, pp. 415 - 424.

titoli nazionali. La garanzia sugli eurobond è in solido, come nel caso precedente.

Nella terza opzione (sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzie separate) la garanzia sugli eurobond – che sostituiscono solo in parte i debiti pubblici nazionali – è *pro rata*: ogni Stato garantisce solo una quota prestabilita di emissioni.

Come è facile capire, le tre versioni di eurobond presentano un grado decrescente di solidarietà tra i Paesi membri, e quindi un grado decrescente di vantaggi per i Paesi ad alto debito, in termini di stabilizzazione del mercato dei titoli e di riduzione della spesa per interessi. Le prime due opzioni richiederebbero una revisione del TFUE, perché non sono compatibili con la clausola di *no bail-out* (articolo 125 del TFUE). La terza ipotesi, invece, è quella più agevolmente percorribile nel breve termine, perché conforme alla clausola di *no bail-out*.

In realtà, nessuna delle proposte messe in campo ha mai superato lo stadio della pura discussione teorica per via della inamovibile opposizione della Germania. È tuttavia interessante analizzare in dettaglio i contenuti delle singole proposte, illustrandone i pro e contro.

### ***3.2.1 - Scenario di alta mutualizzazione: eurobond in senso stretto***

Il primo scenario – quello di alta mutualizzazione, rappresentato dagli eurobond – comporta la sostituzione completa dei debiti nazionali e la garanzia in solido<sup>130</sup>.

In questa ipotesi, si suppone che tutti gli Stati rinuncino ad un'autonoma politica del debito. Il debito preesistente di ogni Paese viene fuso in maniera indistinta con quello degli altri Stati membri dell'Eurozona e la responsabilità diventa comune su tutto l'ammontare del debito consolidato. Il nuovo debito viene emesso autonomamente dagli Stati membri attraverso i cosiddetti eurobond, ma sotto l'egida esclusiva di un'autorità sovranazionale, in grado di imporre severe restrizioni sulle scelte decisionali dei Governi in campo fiscale. I singoli Stati mantengono comunque una autonoma capacità di tassazione ed un budget separato da quello del soggetto emittente ed anche i proventi delle emissioni garantite in solido sarebbero gestiti dal Governo di riferimento. Lo scenario prevede, dunque, un'alta integrazione economica e finanziaria ed un significativo trasferimento di benefici dagli Stati virtuosi verso quelli maggiormente in difficoltà. Un Paese come l'Italia vedrebbe il proprio costo del debito ridursi in maniera rilevante, mentre l'elevata incidenza del debito pubblico italiano sarebbe ripartita su tutta l'economia europea nel suo complesso. Al contrario, un piccolo Paese virtuoso come la Finlandia vedrebbe il proprio servizio del debito crescere e questo vantaggio non sarebbe compensato dal consolidamento del proprio modesto stock di debito nel pool indistinto del

---

<sup>130</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011, pp. 12-14.

debito europeo. L'improvvisa riduzione dei rendimenti del rischio associato ai titoli in emissione renderebbe estremamente conveniente indebitarsi per Paesi storicamente abituati a politiche fiscali espansive. In questo caso, il controllo da parte dell'Eurozona sul bilancio di ciascun Paese membro dovrebbe essere tempestivo ed efficiente al fine di evitare l'assunzione della crescita incontrollata del debito su scala continentale.

Questo scenario presenta una serie di vantaggi e di inconvenienti<sup>131</sup>.

Il primo beneficio è che questa forma di mutualizzazione colpirebbe al cuore i meccanismi che in passato hanno innescato e alimentato la crisi acuta del debito europeo. Gli Stati andrebbero in asta con la copertura delle economie di tutta l'Eurozona e non ci sarebbe margine per una speculazione al rialzo dei rendimenti. La presenza di un unico eurobond agirebbe sul processo di *collateral discrimination* che ha caratterizzato gli anni di picco della crisi, dato che sparirebbero le differenze strutturali tra i titoli dell'Eurozona negoziati sul mercato. Le banche potrebbero usufruire subito di *collateral* di alta qualità per fluidificare il *funding* interbancario con benefici immediati per i sistemi bancari che rimangono maggiormente in difficoltà.

Un altro vantaggio di questo scenario è rappresentato dalle ricadute positive anche per il mercato finanziario mondiale: la presenza di titoli europei potrebbe fungere da attrattore per la liquidità internazionale e renderebbe l'euro una valuta di riserva come il dollaro. Questo potenzialmente potrebbe comportare un sistema finanziario globale più

---

<sup>131</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, p. 418.



equilibrato con i surplus commerciali della Cina divisi più equamente tra riserve in dollari e riserve in euro.

Il grosso svantaggio di questo meccanismo è che comporta una forma di aiuto in favore dei Paesi più indebitati da parte dei Paesi meno indebitati, che infatti oppongono notevoli resistenze alla cessione di sovranità in tema di emissione del debito.

Sotto il profilo giuridico, poi, questo tipo di approccio richiederebbe una modifica sostanziale dei Trattati in vigore – in particolare della clausola di *no bail-out* di cui all'articolo 125 del TFUE – e lo stesso Libro Verde della Commissione europea prevede tempi di realizzazione molto lunghi<sup>132</sup>.

### ***3.2.2 - Scenario di media mutualizzazione: union bond***

Nel secondo scenario si dà vita a una mutualizzazione intermedia, rappresentata da union bond, con sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzia in solido<sup>133</sup>.

In questa ipotesi, gli Stati dell'Eurozona non rinuncerebbero completamente all'emissione del debito nazionale: una percentuale di debito già esistente in rapporto al Pil sarebbe consolidata in un pool indistinto con garanzia in solido, mentre la parte restante continuerebbe ad essere emessa

---

<sup>132</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011, p. 14.

<sup>133</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011, pp. 14-18.

secondo le usuali modalità con responsabilità esclusiva di ogni Stato emittente. Il Libro Verde della Commissione europea del 23 novembre 2011 non indica una percentuale precisa, ma molti commentatori fanno riferimento alla soglia standard del rapporto debito-Pil richiesta dall'articolo 126 del Trattato sull'Unione europea (TUE), il cui valore è fissato al 60% dall'articolo 1 del Protocollo n. 12 sulla procedura per i disavanzi eccessivi. Pertanto l'ammontare di debito fino al 60% del Pil sarebbe affidato alla responsabilità unica dello Stato membro, mentre la parte eccedente verrebbe mutualizzata indistintamente con garanzia in solido. In questo modo si otterrebbe con immediatezza l'allineamento di tutti i Paesi ai parametri di Maastricht. Il nuovo debito sarebbe finanziato seguendo la stessa logica di ripartizione. I maggiori benefici verrebbero ottenuti pertanto dei Paesi più indebitati, ma non sparirebbe la valutazione specifica del rischio di credito del singolo Stato, che sarebbe costretto ad una maggiore disciplina fiscale a causa del limitato ammontare di debito collocabile tramite union bond.

La sostituzione parziale dei debiti è un elemento essenziale della proposta: porre un limite (in percentuale del Pil) all'emissione di eurobond, unitamente al riconoscimento della *seniority* a loro favore (sarebbero rimborsati prima dei titoli nazionali in caso di insolvenza), consentirebbe di risolvere il tipico problema di *moral hazard* che si crea quando si socializzano i debiti. Infatti il costo marginale del debito (quello pagato sui titoli nazionali) salirebbe rispetto ai livelli attuali, introducendo un incentivo a limitare l'indebitamento del settore pubblico<sup>134</sup>.

---

<sup>134</sup> A. BAGLIONI, *Gli eurobond secondo la Commissione*, lavoce.info, 23 novembre 2011.

Anche questo scenario presenta pro e contro<sup>135</sup>.

Analogamente allo scenario di alta mutualizzazione, anche lo scenario in esame (media mutualizzazione) inciderebbe sui meccanismi di innesco ed alimentazione che hanno contraddistinto la crisi acuta del debito europeo. Per la quota di debito ammissibile, infatti, gli Stati in difficoltà andrebbero in asta con la copertura delle economie di tutta l'Unione e ci sarebbe un ridotto margine per una speculazione al rialzo dei rendimenti. La presenza di union bond ridurrebbe in maniera significativa lo spazio per il riacutizzarsi del fenomeno di *collateral discrimination*, dato che si indebolirebbero le differenze strutturali dei titoli dell'Eurozona negoziati sul mercato. Le banche potrebbero usufruire subito di un certo ammontare di *collateral* di alta qualità per fluidificare il *funding* interbancario con benefici immediati per i sistemi bancari maggiormente in difficoltà.

Di negativo c'è che i Paesi più virtuosi (con un rapporto debito-Pil inferiore al 60%) non sfrutterebbero appieno la mutualizzazione del debito esistente ed avrebbero vantaggi minimali dall'emissione di nuovi union bond. Pertanto, anche in questa ipotesi, forte è la resistenza da parte dei Paesi *core*, sebbene in questo caso l'opposizione della Germania potrebbe essere più morbida per via delle minori garanzie finanziarie richieste e della non trascurabile incidenza della quota parte del debito tedesco mutualizzato.

Un altro inconveniente è rappresentato dal fatto che anche questo scenario, come il precedente, presuppone la necessità di una modifica

---

<sup>135</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, p. 420.

dell'articolo 125 del TFUE, con conseguente slittamento dei tempi necessari all'attuazione del progetto.

### ***3.2.3 - Scenario di bassa mutualizzazione: stability bond***

Il terzo scenario, che si basa sugli *stability bond*, è caratterizzato da una limitata mutualizzazione del debito, con sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzie proporzionali<sup>136</sup>.

In questo caso, si esclude la possibilità di concedere delle garanzie in solido. In realtà il debito preesistente non viene mutualizzato, ma viene istituito un sistema di garanzie proporzionale al peso specifico dell'economia coinvolta. Nel Libro Verde della Commissione europea del 23 novembre 2011 non ci sono riferimenti alla ripartizione percentuale tra “debito a garanzia condivisa ma non solidale” e “debito tradizionale”, ma si possono supporre modalità di convivenza tra le due forme di finanziamento. I benefici per i Paesi maggiormente indebitati ci sarebbero comunque, anche se in misura minore rispetto ai casi di reale mutualizzazione. Il sistema di condivisione percentuale permetterebbe un aggiustamento periodico delle garanzie. L'opzione prevede anche l'espulsione dal programma di supporto per quei Paesi che non si attengono alla rigida disciplina fiscale prevista.

Come i due precedenti, anche questo scenario presenta pro e contro<sup>137</sup>.

---

<sup>136</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011, pp. 19-22.

Questa forma di mutualizzazione fittizia avrebbe comunque la potenzialità di inibire in parte i meccanismi di innesco ed alimentazione che hanno caratterizzato la fase più intensa di crisi dei debiti sovrani. Gli Stati in difficoltà andrebbero in asta con la copertura, seppure condizionata, delle economie di tutta l'Eurozona e ci sarebbe meno margine per una speculazione al rialzo dei rendimenti. La presenza degli *stability bond* aiuterebbe a prevenire il riesplodere del *collateral discrimination*, dato che le differenze strutturali tra i titoli dell'Eurozona negoziati sul mercato sarebbero meno marcate. Le banche potrebbero usufruire subito di un certo ammontare di collaterale di alta qualità per fluidificare il *funding* interbancario con benefici immediati dei sistemi bancari più in difficoltà.

D'altra parte, una garanzia pro-rata sarebbe poco utile: se ogni Paese garantisce solo la sua quota di eurobond, si perde lo scopo dell'operazione. La riduzione dei tassi d'interesse avviene solo se i Paesi ad alto debito usufruiscono in qualche modo del merito di credito di quelli a basso debito; ma per avere questo risultato bisogna che i secondi siano disposti a rispondere dei debiti dei primi. Occorre quindi una responsabilità congiunta. Il costo atteso di questa garanzia, per i contribuenti dei Paesi più solidi, può essere limitato in diversi modi, che la stessa Commissione prende in considerazione: oltre al limite e alla *seniority* menzionati prima, i Paesi meno affidabili potrebbero essere chiamati a versare una garanzia collaterale in contanti. Se ognuno garantisce solo per sé, l'unico guadagno possibile

---

<sup>137</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, p. 421.

dell'operazione è la maggiore liquidità del mercato di questi titoli rispetto a quelli nazionali, ma questa è assai difficile da quantificare.

Il vantaggio più rilevante di questo tipo di approccio riguarda la sua compatibilità con il TFUE: non sarebbero, infatti, necessarie modifiche all'articolo 125 del TFUE ma solo interventi marginali sulla normativa secondaria. Questa circostanza renderebbe più celere un eventuale iter di approvazione della proposta. Tuttavia, anche rispetto a questa proposta c'è stata la ferma opposizione del Governo tedesco.

### ***3.2.4 - Obbligazioni blu e rosse***

Negli ultimi anni sono fioriti numerosi studi alternativi rispetto alle proposte della Commissione europea contenute nel Libro Verde del 23 novembre 2011. Questi studi hanno esplorato varianti possibili del percorso di mutualizzazione del debito.

La proposta di emettere euroobbligazioni comuni ha incontrato una forte resistenza nei Paesi *core*, Germania in testa, per due ragioni.

La prima ragione risiede nel rischio di azzardo morale. Nell'emissione di un'euroobbligazione comune è implicita la garanzia da parte dei Paesi partecipanti. Poiché i Paesi sono responsabili in solido per il debito emesso congiuntamente, si viene a creare un incentivo che spinge i Paesi a confidare in questa garanzia per allentare la disciplina di bilancio e indebitarsi eccessivamente (azzardo morale). Ciò crea una forte resistenza da parte di quei Paesi che invece si comportano responsabilmente e mantengono i conti

pubblici in ordine. È perciò altamente improbabile che tali Paesi accettino l'emissione di euroobbligazioni comuni, salvo che si risolva questo rischio di azzardo morale<sup>138</sup>.

La seconda ragione è legata al fatto che taluni Paesi – quali la Germania, la Finlandia e i Paesi Bassi – sono avvantaggiati dall'attribuzione del rating tripla A, che consente loro di ottenere credito alle migliori condizioni possibili. Aderendo al meccanismo di emissione di un titolo comune (che comprende anche Paesi con rating inferiore), Paesi come la Germania, la Finlandia e i Paesi Bassi pagherebbero un tasso di interesse più elevato sul proprio debito<sup>139</sup>.

---

<sup>138</sup> Il problema dell'azzardo morale viene ben illustrato da Giovanni Perasso, che così argomenta: *“Per semplicità, supponiamo che l'Eurozona sia composta da due paesi, A e B, con governi nazionali eletti dai rispettivi cittadini: il paese A è un paese cicala, il paese B è un paese formica. Supponiamo ora che si pensi di emettere un eurobond per aiutare il paese A. Per il cittadino di A, i benefici sono chiari: nessun (o contenuto) aumento delle tasse, mantenimento o aumento del livello di spesa pubblica e quindi sforzo di aggiustamento più morbido. Per il cittadino del paese B, al contrario, si prospetta un aumento delle tasse e un possibile contenimento della spesa pubblica causa l'aumento del deficit e del debito per sussidiare il paese A. Il problema di deficit di democrazia è che le spese del paese A sono decise dal governo del paese A, eletto dai cittadini del paese A mentre i cittadini del paese B non hanno voce in capitolo nell'elezione del governo del paese A, ma sono chiamati a contribuire al finanziamento di queste spese. Possiamo immaginare che i cittadini del paese B non siano molto contenti e probabilmente non rivoterebbero per il loro governo in carica. I più estremi potrebbero pensare che l'unione monetaria tra A e B non è poi una grande idea e valterebbero l'opportunità di uscire loro, i più forti, dall'Unione. In pratica, è sempre la stessa storia: no taxation without representation”*.

Tuttavia, l'autore non si sente di escludere, in futuro, l'introduzione degli eurobond: *“In conclusione, credo che vedremo gli eurobond, prima o poi. Ma la loro emissione richiede un cambiamento nell'architettura istituzionale europea prima della loro introduzione e questo cambiamento non è fattibile nel breve periodo. In particolare, senza un governo, o almeno un ministero delle Finanze europeo, ogni proposta di emissione di eurobond è destinata a morire sul nascere per il deficit di legittimazione democratica e scarsa credibilità descritti in precedenza. E sappiamo tutti che la creazione di un ministero delle Finanze europeo richiede l'approvazione di un Trattato e quindi non è cosa da tempi brevi”*. G. PERASSO, *Perché gli eurobond non sono la soluzione*, lavoce.info, 1° dicembre 2012.

Sullo stesso punto si veda anche l'analisi di R. PEROTTI, *Una proposta paracadute per il debito pubblico*, lavoce.info, 22 giugno 2018.

<sup>139</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 293.

Le due obiezioni non sono di poco conto. Perciò il meccanismo dell'euroobbligazione dovrebbe essere disegnato in modo tale, da un lato, da eliminare il rischio di azzardo morale da parte dei Paesi meno virtuosi e, dall'altro, da non scoraggiare i Paesi con elevato merito di credito<sup>140</sup>.

La proposta delle obbligazioni blu e rosse, formulata dal *think thank* Bruegel, prevede una forma di mutualizzazione che cerca di rimediare alle due obiezioni sollevate<sup>141</sup>. Secondo questa proposta, il debito preesistente dei Paesi dell'Eurozona dovrebbe essere diviso in due tranche utilizzando il valore soglia del 60% del rapporto debito-Pil. La parte del debito fino al 60% dovrebbe essere garantita, in forma solidale, da tutti i Paesi dell'Eurozona (blue bond), mentre la parte del debito eccedente il 60% continuerebbe ad essere emessa sotto l'esclusiva responsabilità del Governo di riferimento (red bond).

Si verrebbero così a creare due tipi di obbligazioni:

- le obbligazioni blu, di qualità superiore, che godrebbero di un migliore rating e quindi pagherebbero un premio al rischio più basso;
- le obbligazioni rosse, di qualità inferiore, che avrebbero un rating peggiore e quindi pagherebbero un premio al rischio più elevato.

---

<sup>140</sup> Sui meccanismi che consentono di superare questi inconvenienti, si veda A. BAGLIONI, U. CHERUBINI, *Eurobond senza costi per la Germania?*, lavoce.info, 10 novembre 2011.

<sup>141</sup> J. DELPLA, J. VON WEIZSÄCKER, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, Bruegel Policy Contribution, marzo 2011.



Rispetto al secondo scenario sopra analizzato – quello a media mutualizzazione, con sostituzione parziale dei debiti nazionali e garanzia congiunta – ci sono due differenze sostanziali<sup>142</sup>.

La prima differenza, rispetto allo scenario di media mutualizzazione, è che, nella proposta Bruegel, vi è una inversione delle quote. Nello scenario di media mutualizzazione, la parte di debito fino al 60% resta nella responsabilità esclusiva dello Stato emittente, mentre la parte di debito eccedente il 60% viene mutualizzata con responsabilità in solido. Al contrario, nella proposta Bruegel, la parte di debito fino al 60% viene mutualizzata (blu bond), mentre la parte eccedente il 60% viene lasciata alla responsabilità di ciascuno Stato emittente (red bond).

La seconda differenza è legata al fatto che, mentre nello scenario di media mutualizzazione non è previsto alcun trattamento differenziato (senior o subordinato) per la parte di debito mutualizzato e per quella dello Stato emittente, nella proposta Bruegel si ipotizza la qualificazione dei blue bond come senior in caso di gestione del possibile default, cioè con privilegio di protezione rispetto ai red bond che sarebbero classificati come subordinati. La finalità di questa proposta è, da un lato, quella di comprimere ulteriormente i rendimenti pagati sulla porzione di debito mutualizzata rendendo i blue bond i più sicuri possibile e, dall'altro, di aumentare, tramite la clausola di subordinazione, il costo del servizio del debito sulla parte collocata in maniera tradizionale (red bond).

---

<sup>142</sup> M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016, pp. 422-424.

Nelle intenzioni degli ideatori, questa proposta dovrebbe aumentare il costo-opportunità di accumulare debito sopra la quota del 60% del Pil e quindi promuovere una severa disciplina fiscale negli Stati membri.

In sintesi, la proposta Bruegel comporta un abbassamento del costo medio del debito (quello che i Paesi pagano sul debito mutualizzato – obbligazioni blu) e un aumento del costo marginale del debito (quello che i Paesi pagano sul debito non mutualizzato – obbligazioni rosse). Il calo del costo medio del debito ne rende più facile il servizio. L'aumento del suo costo marginale fornisce forti incentivi alla sua riduzione e, per questa via, riduce il rischio di azzardo morale.

C'è però un problema sostanziale in relazione alla porzione di debito eccedente il 60% del Pil. La perdita di valore dei red bond si ripercuoterebbe negativamente sul collocamento tramite asta di nuovo debito nazionale, disincentivando l'emissione di debito subordinato. Questi disincentivi sono ovviamente voluti ma, in presenza di una condizione recessiva delle economie dei Paesi più indebitati e di deficit difficilmente comprimibili, potrebbero portare ad una paradossale crescita del costo del servizio del debito. Nonostante le penalizzazioni, il Paese in difficoltà potrebbe essere costretto ad emettere comunque debito ed il sistema bancario nazionale dovrebbe accollarsi l'onere di sottoscrizione: in questo caso il processo di nazionalizzazione si aggraverebbe invece di ridursi.

Infine, anche questa proposta comporta una modifica sostanziale del TFUE e, per quanto faccia leva sulla necessità di un'austerità fiscale spinta per i Paesi più indebitati, non è stata accolta dai Paesi *core*, tra cui la Germania.

### 3.3 - Le proposte alternative alla mutualizzazione del debito

Negli ultimi anni sono state avanzate soluzioni alternative alla mutualizzazione del debito, che non prevedono alcuna responsabilità congiunta. Tali proposte non necessitano di forme di garanzia da parte di tutti Paesi membri e quindi non implicano quel tipo di solidarietà fiscale che sarebbe irrealistico attendersi sulla base dell'esperienza storica. Soprattutto, non richiedono la modifica dei Trattati. Rientrano in questa categoria quattro proposte:

- il programma PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*);
- il Fondo europeo per il rimborso del debito (*European Redemption Fund*);
- i Titoli sintetici sicuri (*European Safety Bond - ESB*);
- i Titoli garantiti da obbligazioni sovrane (*Sovereign Bond Backed Securities - SBBS*).

#### 3.3.1 - Il programma PADRE

La proposta, chiamata PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*), viene da due economisti francesi: Pierre Paris e Charles Wyplosz<sup>143</sup>.

Il progetto parte dal presupposto che la crisi dei debiti sovrani europei sia andata fuori controllo a causa del ruolo che la Banca centrale europea

---

<sup>143</sup> P. PARIS, C. WYPLOSZ, *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, Centre for Economic Policy Research, gennaio 2014.

riveste nell'ambito delle istituzioni dell'Eurozona. I proponenti del progetto PADRE ritengono che sia possibile assegnare alla BCE un ruolo più attivo nella gestione della crisi dei debiti sovrani, senza violare il divieto di monetizzazione del debito (articolo 123 del TFUE) e il divieto di salvataggio esterno (articolo 125 del TFUE).

Nello specifico, il progetto PADRE prevede un massiccio piano di acquisto di titoli pubblici da parte della BCE molto simile a quanto fatto dalla BCE con il *Quantitative Easing*, in relazione in particolare alle modalità di acquisto pro-quota secondo la percentuale di partecipazione al capitale della BCE da parte di ciascun Paese (*capital key*). Dopo l'acquisto, i titoli verrebbero trasformati in *perpetuities* a tasso zero, sparendo di fatto per sempre dal mercato secondario. Il valore dei titoli sarebbe registrato tra le attività del bilancio della Banca centrale europea.

In tal modo il debito sovrano dell'Eurozona (l'ammontare dei titoli in circolazione) si ridurrebbe sensibilmente. Questa circostanza migliorerebbe il merito di credito di ciascuno Stato membro dell'Eurozona e ridurrebbe le sue difficoltà di rifinanziamento sul mercato.

Il programma dovrebbe essere politicamente accettabile per i Paesi *core* (di qui il nome) per due ragioni: la sua neutralità in termini di inflazione e la rigida condizionalità fiscale.

La neutralità monetaria discende dalla modalità di finanziamento dell'intera operazione. L'acquisto dei titoli da parte della BCE sarebbe effettuato con una temporanea emissione di nuova moneta, che sarebbe tuttavia sterilizzata attraverso l'emissione da parte della BCE di bond fruttiferi di interessi. In altri termini, le risorse finanziarie raccolte sul mercato attraverso l'emissione di bond da parte della BCE finanzierebbero il

programma di acquisto di titoli di Stato da parte della BCE medesima. In tal modo, l'operazione complessivamente considerata sarebbe neutrale dal punto di vista monetario, in quanto non incrementerebbe la quantità di moneta in circolazione.

Dal punto di vista dei flussi di interessi, gli Stati dell'Eurozona, pur beneficiando dell'azzeramento degli interessi sul debito congelato nel bilancio della BCE, dovrebbero far fronte al pagamento degli interessi dovuti sulle obbligazioni BCE immesse nel mercato. Ne discenderebbe, quantomeno per i Paesi periferici, una mitigazione del costo del servizio del debito, sebbene limitatamente alla sola quota acquistata dalla BCE, dato che quest'ultima può finanziarsi sul mercato a condizioni indubbiamente più favorevoli, non dovendo scontare alcun premio per il rischio di insolvenza o di illiquidità. In generale, il programma PADRE suppone il congelamento del 50% del debito pubblico europeo.

Per quanto riguarda la rigida condizionalità fiscale, la proposta pone una serie di vincoli a carico dei Governi dell'Eurozona in termini di politica fiscale. Infatti l'adesione al programma sarebbe subordinata al rispetto di severe regole di controllo del livello del debito pubblico post-ristrutturazione: ad esempio, il debito ristrutturato e ridotto del 50% non potrebbe aumentare successivamente più del 10%. Se un Governo dovesse superare questo limite, la BCE potrebbe riconvertire parte del debito trasformato in *perpetuities* creando immediatamente a carico del Paese membro un debito da onorare a pena di default.

### ***3.3.2 - Il Fondo europeo per il rimborso del debito (European Redemption Fund)***

La proposta di *European Redemption Fund* è stata ampiamente dibattuta nei momenti più critici della crisi del debito europeo (anni 2011-2012), quando il problema del rifinanziamento del debito e della gestione del suo costo stava mettendo a dura prova gli equilibri di bilancio di alcuni Stati membri. Resta comunque in piedi il problema di come ridurre gli ampi stock di debito pubblico di molti Paesi dell'Eurozona, soprattutto per via del fatto che, a causa della crisi, la dinamica del rapporto debito-Pil tende a peggiorare.

La proposta prevede l'istituzione di un fondo di ammortamento del debito pubblico a livello europeo, in cui tutti Paesi con un rapporto debito-Pil sopra il 60% possono conferire il debito eccedente tale soglia. La proposta nasce da una analisi della dinamica della crisi finanziaria secondo una ben determinata successione di eventi<sup>144</sup>.

---

<sup>144</sup> Per un approfondimento si rinvia a V. VISCO, *Debiti, crisi finanziaria ed Eurobond*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012, pp. 119 e seguenti.

Vincenzo Visco è intervenuto a più riprese sul tema degli eurobond e più in generale della condivisione del debito. Si segnalano in ordine temporale: V. VISCO, *Come salvarsi dalla deflazione*, Corriere della Sera, 13 luglio 2010; V. VISCO, *Crisi, come non far pagare soltanto la gente comune*, l'Unità, 24 luglio 2010; V. VISCO, *Dopo la crisi: riflessioni e prospettive*, Italianieuropei, 10 novembre 2010; V. VISCO, *Dalla spirale debito-crisi si esce con decisioni condivise da tutti*, l'Unità, 17 novembre 2010; V. VISCO, *Il salvagente per crescere*, Il Sole 24 Ore, 26 febbraio 2011; V. VISCO, *Un fondo Ue per l'extra-debito*, Il Sole 24 Ore, 18 aprile 2011; V. VISCO, *Eurobond per la crisi del debito*, Il Sole 24 Ore, 28 giugno 2011; V. VISCO, *Gli eurobond? I conti tornano*, Il Sole 24 Ore, 16 luglio 2011; V. VISCO, *Eurobond utili anche ai virtuosi*, Il Sole 24 Ore, 16 aprile 2012; V. VISCO, *Mettere in comune i debiti degli Stati: per uscire dalla crisi la soluzione è questa*, l'Unità, 17 maggio 2012; V. VISCO, *Nove proposte per*

Secondo questa analisi, le grandi crisi finanziarie presentano una spirale negativa che tende storicamente a ripetersi. Esse si manifestano col collasso di qualche segmento del mercato finanziario: nel 1929 la borsa, nel 2007-2008 la crisi dei mutui *sub-prime*. Il crollo si estende all'intero mercato finanziario, fino a coinvolgere le banche che rischiano di fallire se non vengono sostenute. Segue il restringimento del credito (*credit-crunch*) per famiglie e imprese. In tal modo la crisi finanziaria si estende all'economia reale, con conseguente recessione, fallimenti di imprese, disoccupazione. In assenza di interventi pubblici, la recessione tende a trasformarsi in depressione. Emergono debiti privati che non possono essere pagati e aumentano i debiti pubblici (derivanti dall'operare degli stabilizzatori automatici, dagli interventi di sostegno all'economia e dai salvataggi bancari). A questo punto, persino gli Stati rischiano il default. Lo scenario prevede ancora guerre commerciali e valutarie, rigurgiti nazionalisti, protezionismo e, in alcuni casi, guerre vere e proprie.

L'evoluzione della crisi in corso conferma il quadro appena tracciato, con dei rischi aggiuntivi rispetto al 1929 derivanti dalla globalizzazione dei sistemi finanziari e dalla accresciuta interdipendenza economica tra Paesi e aree del mondo.

Se la situazione attuale dipende dall'anomalo e impreveduto accumulo di nuovo debito pubblico dovuto alla crisi finanziaria, si dovrebbe cercare di trovare soluzioni adeguate per sterilizzare gli effetti di questo extra-debito rispetto ai bilanci pubblici dei singoli Paesi. Per questo motivo è stata

---

*l'economia*, la Repubblica, 27 aprile 2016; V. VISCO, *Una politica alternativa è già possibile*, Il Sole 24 Ore, 28 marzo 2017.

proposta la costituzione di uno speciale fondo a livello europeo: un contenitore separato dai bilanci pubblici dei diversi Paesi, in cui collocare l'extra-debito determinato dalla crisi finanziaria in modo da riportare la situazione contabile di ciascun Paese ai livelli in cui essa si trovava a fine 2007, prima dell'inizio della crisi. L'obiettivo del fondo dovrebbe essere quello di gestire collettivamente una quota di debito che si è prodotta a causa della crisi finanziaria. Il fondo dovrebbe essere fornito di entrate autonome sufficienti a finanziare il servizio dei debiti messi in comune in modo da garantirne l'autonomia e la piena solvibilità. Queste entrate rappresenterebbero l'attivo del fondo il cui valore attuale dovrebbe coincidere con quello dei debiti da smaltire. In questo modo, i debiti dei singoli Stati verrebbero trasformati in *asset* del fondo che potrebbe operare liberamente secondo le regole di mercato, effettuando investimenti e realizzando profitti. Le entrate autonome potrebbero essere fornite dal gettito di una imposta sulle transazioni finanziarie decisa a livello europeo.

Gli effetti dell'introduzione di questo fondo sarebbero evidenti:

- le finanze pubbliche dei diversi Paesi sarebbero riportate a livello del 2007, eliminando gli effetti della crisi;
- si darebbe ai mercati la garanzia circa la solvibilità dell'extra debito provocato dalla crisi, evitando default e ristrutturazioni dei debiti nazionali sotto la spinta dell'emergenza.

Al fine di consentire una più agevole restituzione del debito conferito, quest'ultimo beneficerebbe di un tasso di interesse calmierato in quanto il *Redemption Fund* trasformerebbe i titoli di debito nazionale in titoli di debito europei e quindi verosimilmente con tassi di interesse inferiori a quelli dei Paesi periferici dell'Eurozona.



Altre caratteristiche peculiari sono:

- una durata limitata di esistenza del Fondo e delle obbligazioni emesse dallo stesso (tra i venti e trent'anni);
- una sequenza di pagamenti annuali differente per ogni Paese, simile ad un piano di ammortamento individuale del debito a tasso calmierato;
- la presenza di garanzie, quali l'impegno di destinazione di una quota del gettito fiscale al fondo.

La finalità della proposta è quella di sganciare il rimborso del debito dalla variabilità ciclica della politica di bilancio di uno Stato, rendendolo prevedibile e con tempi certi, con il beneficio addizionale di un tasso di interesse agevolato<sup>145</sup>. L'impegno ad aderire alle condizioni del fondo servirebbe in prospettiva a rassicurare i mercati e a ripristinare la fiducia nei confronti dello Stato debitore, con conseguenze positive anche sul tasso di rendimento della quota di debito pubblico non conferita.

Il *Redemption Fund* opererebbe sul mercato come un'entità autonoma, in grado di reinvestire la liquidità proveniente dai pagamenti periodici da parte degli Stati membri e di conseguire pertanto dei profitti di gestione della tesoreria.

---

<sup>145</sup> Favorevole a questo tipo di soluzione si è mostrato anche il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, il quale afferma: *“Gli accordi europei dovrebbero mirare a individuare i modi per sostenere gli sforzi che devono essere messi in atto dagli Stati membri per ridurre il loro debito. Sono indispensabili politiche di bilancio rigorose e prudenti, ma la riduzione del rapporto tra debito e prodotto è un processo necessariamente lungo, col quale possono interferire eventi non controllabili dai singoli governi; per questo andrebbe protetta con forme di assicurazione sovranazionale, ad esempio attraverso la creazione di un fondo europeo per il rimborso del debito, finanziato con risorse vincolate dei Paesi che vi partecipano”*. I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2019, p. 22.

### ***3.3.3 - I titoli sintetici sicuri: European Safe Bond (ESB)***

Da tempo si discute della necessità di avere in Europa un'attività finanziaria priva di rischio (*safe asset*) diversa dai Bund tedeschi. I Bund tedeschi infatti sono insufficienti a soddisfare la domanda europea di *safe asset*, soprattutto in presenza di una liquidità abbondante. Questa condizione ha riflessi anche sul deflusso di capitali europei, in quanto i risparmi si dirigono verso i titoli di Stato statunitensi, che fungono da *safe asset* globali. Il risultato è una debolezza unita a una frammentazione del mercato finanziario europeo<sup>146</sup>.

Peraltro, l'introduzione di attività finanziarie prive di rischio (*safe assets*) nell'area dell'euro è funzionale a completare le tre unioni – bancaria, del mercato dei capitali, di bilancio – che devono affiancare quella monetaria.

La proposta più interessante in questo senso viene da un gruppo di economisti<sup>147</sup> chiamati a dare il proprio contributo nell'ambito del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS)<sup>148</sup>.

L'area dell'euro non dispone di debito pubblico sicuro comparabile con quello degli Stati Uniti, nonostante le due economie abbiano grandezza simile

---

<sup>146</sup> P. SAVONA, *Come collegare stabilità e crescita*, Milano Finanza, 28 febbraio 2019.

<sup>147</sup> La proposta degli European Safe Bond è descritta in M. BRUNNERMEIER, S. LANGFIELD, M. PAGANO, R. REIS, S. VAN NIEUWERBURGH, D. VAYANOS, *ESBies: safety in the tranches*, Economic Policy, aprile 2017.

<sup>148</sup> La proposta di introduzione degli European Safe Bond ha ricevuto l'appoggio anche di Alberto Quadrio Curzio. Al riguardo si rinvia a A. QUADRIO CURZIO, *La strada giusta degli eurobond sintetici*, Il Sole 24 Ore, 28 gennaio 2017.

e mercati finanziari a uno stadio di sviluppo affine. Gli Stati dell'Eurozona emettono debito pubblico con caratteristiche diverse di rischio e di liquidità. Solo in cinque Paesi – Germania, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Lussemburgo – il debito pubblico ha rating AAA per entrambe le maggiori società di valutazione, Moody's e S&P. Nel 2015, il valore nominale del debito pubblico dei cinque Paesi era pari a 1.900 miliardi di euro (18 per cento del Pil dell'Eurozona). Nello stesso anno, il valore nominale del debito pubblico degli Stati Uniti ammontava a 11.700 miliardi di dollari (65 per cento del Pil statunitense). La scarsità di debito pubblico sicuro in Europa e la sua distribuzione asimmetrica tra gli Stati europei creano due problemi.

Il primo problema nasce dal fatto che la regolamentazione bancaria europea non penalizza in alcun modo l'investimento in titoli di Stato rischiosi da parte delle banche, che perciò tendono a concentrare gli investimenti in debito pubblico in titoli del proprio Paese, anche qualora siano rischiosi. Ciò crea un circuito vizioso: se i titoli di Stato di un Paese si deprezzano, le banche di quel Paese subiscono perdite sui titoli di loro proprietà, il che riduce la loro solvibilità e può indurre lo Stato a intervenire per ricapitalizzarle. A sua volta, ciò farà indebolire ancor di più i conti pubblici di quel Paese e farà deprezzare ulteriormente il suo debito pubblico. E così via, in un circolo vizioso in cui la crisi dello Stato aggrava quella delle banche e la crisi delle banche aggrava quella dello Stato, come si è visto in Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna nel 2011-2012.

Il secondo problema discende dal primo. Il fatto che solo pochi Stati europei emettano debito pubblico che le società di rating e i risparmiatori considerano come privo di rischio fa sì che, nelle situazioni di crisi, si scatenano fughe di capitali da titoli di Stato con basso merito di credito a

titoli di Stato con elevato merito di credito (*flight to quality*)<sup>149</sup>, il che peggiora ancor di più la situazione dei Paesi in crisi. Si genera, in altri termini, un circolo vizioso che aggrava gli effetti dello shock iniziale.

Questi due problemi economici ne creano a loro volta un terzo, di natura politica: poiché attualmente il debito pubblico sicuro è emesso solo da pochi Paesi europei (tra i quali primeggia la Germania), cercare di stabilizzare le banche dei Paesi più vulnerabili (come l'Italia) incoraggiandole a detenere debito pubblico più sicuro equivale a incoraggiarle a detenere debito tedesco anziché debito italiano, il che fa ridurre i prezzi dei titoli di Stato italiani e ne fa aumentare i rendimenti. È questa la ragione per cui l'Italia è sempre stata contraria a riforme volte a introdurre il trattamento prudenziale dei titoli di Stato nei bilanci delle banche. Se i titoli di Stato non sono più registrati in bilancio con rischio nullo (come è attualmente), ma con un rischio ponderato per il rischio Paese (come nella proposta di riforma tedesca), le banche italiane sono scoraggiate a investire in debito italiano.

Per superare l'impasse, è necessario creare un titolo che sia al contempo:

- sicuro, che perciò possa esser detenuto senza rischi dalle banche;
- europeo, vale a dire non emesso solo da alcuni Stati europei;
- capace di non creare una responsabilità solidale tra questi Stati, evitando di esporre per esempio i cittadini tedeschi al rischio di dover pagare debiti contratti dallo Stato italiano.

---

<sup>149</sup> L. GIORDANO, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *The determinants of government yield spreads in the euro area*, CONSOB, Roma, Quaderni di finanza n. 71 ottobre 2012, p. 7.

La proposta mira proprio a soddisfare tutti e tre i requisiti. L'idea è quella di creare un portafoglio diversificato di debito pubblico degli Stati dell'Eurozona e cartolarizzarlo emettendo al suo posto due titoli:

- uno più sicuro, detto appunto *European Safe Bond* (ESB);
- l'altro, detto *European Junior Bond* (EJB), maggiormente esposto al rischio di insolvenza da parte degli Stati emittenti.

Il titolo più sicuro si gioverebbe non solo della protezione derivante dalla diversificazione del rischio, ma anche da quella assicurata dall'esistenza di un titolo subordinato (l'EJB), che in caso di insolvenza da parte di uno Stato fungerebbe da “cuscinetto”, assorbendo per primo le perdite.

Ci si potrebbe chiedere perché la semplice diversificazione del rischio di insolvenza degli Stati sovrani non sia sufficiente a garantire il livello desiderato di protezione da tale rischio e perché sia necessaria anche la protezione assicurata dalla segmentazione, cioè dalla presenza di un titolo subordinato come l'EJB.

La risposta è che talvolta la diversificazione di portafoglio può diventare un veicolo di trasmissione del rischio invece che una fonte di protezione. Se le banche di tutti i Paesi dell'Eurozona detenessero lo stesso portafoglio ben diversificato di titoli di Stato, l'insolvenza di uno degli emittenti, specie se grande come quello italiano, farebbe deprezzare il portafoglio, e potrebbe così mettere a repentaglio la stabilità di tutte le banche dell'Eurozona, non solo di quelle dello Stato in crisi. Se invece il titolo detenuto dalle banche è protetto anche dalla presenza di un titolo subordinato, e non solo dalla diversificazione del rischio, la probabilità di “contagio” sarebbe molto minore, e potrebbe essere perfino azzerata.

Quindi, la cartolarizzazione di parte del debito pubblico degli Stati dell'Eurozona consentirebbe di creare una "forma sintetica" di debito federale europeo sicuro, lasciando al tempo stesso per intero sulle spalle di ciascuno Stato la responsabilità di far fronte al proprio debito nazionale.

Le condizioni affinché questi asset vengano emessi consentendo di rimuovere le carenze dell'assetto monetario e finanziario europeo sono le seguenti:

- l'emittente deve essere un'autorità sovranazionale europea;
- ciascuno Stato membro rimane pienamente responsabile dei suoi debiti;
- i crediti concessi agli Stati membri in contropartita dalla raccolta con i *safe asset* vanno legati all'attuazione di una politica decisa di comune accordo.

L'Eurozona e i singoli Stati membri riceverebbero dall'iniziativa una serie di benefici:

- stabilizzare e ridurre il costo dell'indebitamento, liberando risorse che possono essere utilizzate per effettuare investimenti pubblici;
- migliorare l'istruzione e la ricerca, mantenendo un bilancio pubblico equilibrato;
- ridurre il peso dei titoli sovrani rischiosi nei bilanci delle banche avviando a soluzione un problema che crea tensioni nelle relazioni politiche europee ed evitando l'introduzione di rigidità nella gestione dei portafogli bancari.

Secondo gli economisti propugnatori della proposta qui in esame, l'emissione di *safe asset* non richiederebbe un nuovo accordo intraeuropeo essendo già nei poteri del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Si dovrebbe stabilire sul piano tecnico il suo funzionamento per rispettare i tre

capisaldi indicati: la natura sovranazionale; la piena responsabilità nazionale dei debiti contratti; la loro concessione legata a una politica decisa di comune accordo.

Senza dubbio, il MES è uno strumento valido, che può anche avere un ruolo in una fase intermedia, ma per emettere debito al di fuori della sua funzione di stabilizzazione, il meccanismo europeo di stabilizzazione deve essere autorizzato e sarà necessario anche modificare il Trattato. La ragione è chiara: se allargasse il suo campo da strumento anti crisi, il MES si trasformerebbe in un Tesoro europeo, che peraltro dovrebbe rispondere al Parlamento<sup>150</sup>.

---

<sup>150</sup> Come ha recentemente dichiarato l'ex Ministro dell'Economia Gian Carlo Padoan, *"Il safe asset europeo è un punto di arrivo e non di partenza. Per avere un safe asset europeo, occorre avere un debito europeo unificato, il che richiede l'accordo di tutti i Paesi della zona euro. È un cammino lungo che prevede un'Unione fiscale e una politica di bilancio unica, e soprattutto richiede alla base una condizione indispensabile: la fiducia reciproca"*. A. SATTA (intervista a Gian Carlo Padoan), *Per gli eurobond serve fiducia*, Milano Finanza, 1° marzo 2019.

Più favorevole si è mostrato il Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, nelle sue *Considerazioni finali* del 31 maggio 2019. Queste le sue parole: *"Sostituendosi in parte ai titoli pubblici nazionali, un titolo di debito europeo agevolerebbe la diversificazione delle esposizioni sovrane delle istituzioni finanziarie; ridurrebbe il rischio che nei momenti di tensione sui mercati la ricerca di sicurezza da parte degli investitori si traduca in massicce fughe di capitali dai Paesi in difficoltà, permettendo invece al mercato finanziario di svolgere un'efficace funzione di assorbimento degli shock; potrebbe essere lo strumento per finanziare gli stabilizzatori automatici comuni. È possibile disegnare meccanismi che consentano di accompagnare l'introduzione di un'attività sicura con i necessari presidi contro il rischio di comportamenti opportunistici. Ma più che nelle regole, il requisito essenziale per la percorribilità di questa soluzione sta in una rinnovata, convinta adesione da parte di tutti al progetto europeo, nella disponibilità a ricercare soluzioni comuni a problemi comuni"*. I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore*, Banca d'Italia, 31 maggio 2019, p. 22.

### ***3.3.4 - I surrogati degli eurobond: Sovereign Bond Backed Securities (SBBS)***

Presso i tavoli istituzionali europei è, da qualche tempo, in discussione una proposta che sembra riscuotere un certo favore. Un gruppo di lavoro del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) sta attualmente analizzando i problemi relativi all'introduzione di un nuovo strumento: i Sovereign Bond Backed Securities (SBBS), acronimo per "Titoli garantiti da obbligazioni sovrane". Il nuovo strumento potrebbe essere un elemento importante – anche se ovviamente non l'unico – per completare l'edificio ancora incompiuto dell'unione bancaria europea e così mettere al sicuro Stati e banche da crisi come quella che ha minacciato la sopravvivenza stessa della moneta unica negli anni dal 2010 al 2012. Il 31 maggio 2017 la Commissione europea ha pubblicato un "Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria", nel quale fa propria la proposta degli SBBS<sup>151</sup>.

Gli SBBS sono prodotti finanziari cartolarizzati che potrebbero essere emessi da una società veicolo di natura privata o da una istituzione pubblica. Il loro scopo è quello di favorire una maggiore diversificazione dei bilanci delle banche e così risolvere il problema dell'interconnessione fra le banche e il loro Paese di origine<sup>152</sup>. Nella maggior parte dei sistemi finanziari, i titoli di Stato sono l'attività sicura per antonomasia. Sebbene l'economia europea

---

<sup>151</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria*, 31 maggio 2017, pp. 21-23.

<sup>152</sup> Si veda F. NINFOLE, *Ecco i bond sovrani cartolarizzati*, Milano Finanza, 15 maggio 2018.



sia altrettanto grande di quella americana e il suo mercato finanziario abbia dimensioni analoghe, nell'Eurozona non esiste un'attività sicura equiparabile ai titoli di Stato americani. Per contro, i singoli Stati membri dell'Eurozona emettono obbligazioni aventi caratteristiche di rischio eterogenee, il che determina un'asimmetria sul piano dell'offerta di attività sicure. Per i sistemi finanziari moderni, invece, è essenziale disporre di attività sicure. La scarsità di questo tipo di attività e la loro offerta asimmetrica possono avere ripercussioni negative sulla disponibilità di finanziamenti per l'economia e sul loro costo.

Un nuovo strumento finanziario per l'emissione comune di debito costituirebbe un'attività sicura europea, che rafforzerebbe l'integrazione e la stabilità finanziaria. L'uso degli SBBS potrebbe offrire vantaggi concreti, aumentando la diversificazione dei bilanci delle banche e promuovendo la condivisione dei rischi da parte del settore privato. L'esperienza dimostra che, in periodi di stress, l'attuale struttura del mercato dei titoli di Stato e la forte esposizione delle banche agli emittenti sovrani nazionali amplificano la volatilità dei mercati e di conseguenza mettono a rischio la stabilità del settore finanziario, producendo impatti diversi sulle economie reali degli Stati membri dell'Eurozona: positivi per i Paesi *core*, negativi per quelli periferici.

Un'attività sicura europea, denominata in euro ed emessa in volume sufficiente per poter diventare il termine di riferimento per i mercati finanziari europei, potrebbe apportare numerosi benefici ai mercati finanziari e all'economia europea. In particolare, agevolerebbe le banche nella diversificazione dei loro investimenti, migliorerebbe la liquidità e la trasmissione della politica monetaria e contribuirebbe al superamento dell'interconnessione tra banche ed emittenti sovrani.

Come delineato nel documento, gli SBBS sono bond sintetici emessi da una istituzione pubblica oppure, preferibilmente, da una società veicolo di natura privata, per scongiurare il rischio di ogni possibile equiparazione a una condivisione del debito<sup>153</sup>. L'idea di fondo è questa. La società veicolo acquista i titoli del debito degli Stati membri, possibilmente non di nuova emissione, ma sul mercato secondario. Per finanziare l'acquisto di tali titoli, la società veicolo emette gli SBBS, ponendo a garanzia proprio i titoli di Stato: di qui il nome di "Titoli garantiti da obbligazioni sovrane". Nella proposta gli SBBS sono divisi in due tranches:

- una tranche senior, protetta e garantita, per il 70% dell'ammontare emesso;
- una tranche junior che assorbirà le perdite, per il restante 30% dell'ammontare emesso.

Ciò che sembra escluso è che nella tranche junior finiscano esclusivamente titoli di Paesi periferici e più a rischio. L'obiettivo dichiarato in più di un'occasione è promuovere la diversificazione dei titoli in mano alle banche, evitando che nei bilanci degli istituti pesino eccessivamente i bond del proprio Paese, esponendole quindi ai rischi connessi a eventuali crisi del debito.

Lo strumento si basa sul principio che riduzione del rischio e condivisione del rischio debbano procedere di pari passo. Lo strumento si presenta come un compromesso tra l'esigenza di non mutualizzare il debito degli Stati membri (sostenuta da Paesi come la Germania) e l'esigenza di non

---

<sup>153</sup> A. PIRA, *Ecco i surrogati degli eurobond*, Milano Finanza, 22 giugno 2017.

rivedere il trattamento regolamentare riservato ai titoli sovrani presenti nei bilanci degli istituti di credito (espressa da Paesi come l'Italia).

Occorrerà comunque intervenire sul modo con il quale questo specifico strumento sarà trattato sul piano della regolamentazione, così da favorire lo sviluppo di questo genere di mercato.

Sul piano politico non mancano i contrasti. Lo strumento è visto con sospetto dalla Germania, che teme che l'introduzione degli SBBS possa essere il primo passo verso veri e propri eurobond, emessi congiuntamente dagli Stati membri, e quindi verso la "solidarietà fiscale" tra Stati<sup>154</sup>. In effetti è strano che uno strumento pensato per non creare "solidarietà fiscale" tra gli Stati europei – gli SBBS appunto – venga avversato dalla Germania che teme in questa proposta un primo passo verso la solidarietà fiscale<sup>155</sup>.

Il 24 maggio 2018 la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento – COM(2018)339 – che definisce un quadro generale per gli SBBS<sup>156</sup>. La proposta dovrebbe eliminare gli ostacoli regolamentari a uno sviluppo del mercato di titoli garantiti da obbligazioni sovrane. I titoli verrebbero emessi da istituti privati sotto forma di diritti su un portafoglio di titoli di Stato dell'Eurozona. In tale proposta, la struttura degli SBBS non comporterebbe la mutualizzazione dei rischi e delle perdite tra gli Stati membri dell'Eurozona: soltanto gli investitori privati si assumerebbero i rischi e le eventuali perdite. La sottoscrizione di questi nuovi strumenti

---

<sup>154</sup> B. ROMANO, *Per i "superbond" europei percorso sempre più in salita*, Il Sole 24 Ore, 17 maggio 2018.

<sup>155</sup> M. PAGANO, *Perché servono gli eurobond*, lavoce.info, 1° giugno 2017.

<sup>156</sup> CAMERA DEI DEPUTATI – UFFICIO RAPPORTI CON L'UNIONE EUROPEA, *L'Unione bancaria e i mercati dei capitali*, 29 gennaio 2019.

consentirebbe agli investitori – fondi di investimento, assicurazioni, banche – di diversificare i loro portafogli di titoli sovrani, creando mercati finanziari più integrati. Contribuirebbe, inoltre, ad attenuare il legame tra le banche e il loro Paese d'origine. Infine, in base alla proposta della Commissione, gli SBBS non avrebbero alcuna ripercussione negativa sugli attuali mercati obbligazionari nazionali.

## **CAPITOLO IV – Una via percorribile per il debito europeo: un ragionevole equilibrio tra riduzione e condivisione del rischio**

SOMMARIO: 4.1. Premessa. – 4.2. La via della riduzione dei rischi (visione eurobaltica). 4.3. La via della condivisione dei rischi (visione euromediterranea). – 4.4. La via della sintesi tra *risk reduction* e *risk sharing*. - 4.5. Un piano credibile di rientro dal debito in Italia. – 4.6. L’assestamento di bilancio e la Nota di Aggiornamento al DEF 2019. – 4.7. Un’Europa a più velocità.

### **4.1 - Premessa**

Nel primo capitolo sono stati presi in considerazione i passi necessari per rendere più solida l’Eurozona. Riepiloghiamo:

- rafforzare il ruolo della Banca centrale europea come prestatore di ultima istanza;
- completare l’unione bancaria;
- approfondire l’unione del mercato dei capitali;
- accentrare a livello europeo le politiche di bilancio.

Nel secondo capitolo sono state esaminate le norme del TFUE rilevanti in tema di debito europeo: l’articolo 310 (principio del pareggio del bilancio per l’Unione europea), l’articolo 123 (divieto di monetizzazione del debito), l’articolo 125 (divieto di salvataggio esterno), l’articolo 126 (divieto di disavanzo eccessivo).

Nel terzo capitolo sono state analizzate le varie proposte, formulate nel corso del tempo, in tema di debito europeo. Alcune proposte si basano sulla mutualizzazione del debito e richiedono la riforma del TFUE; altre proposte non contemplano la mutualizzazione del debito e pertanto non richiedono modifiche del TFUE.

I diversi passi verso il consolidamento dell'Eurozona sono fra loro complementari e dovrebbero essere compiuti simultaneamente. Il ruolo della Banca centrale europea in quanto prestatore di ultima istanza può essere svolto soltanto se vengono creati titoli del debito federale europeo<sup>157</sup>. L'unione bancaria, prevedendo al suo interno un meccanismo di risoluzione delle banche in difficoltà, esigerà che le banche detengano, in prospettiva, i titoli federali – gli eurobond – a garanzia dei propri debiti, come accade nel modello di supervisione bancaria negli Stati Uniti, dove la Federal Reserve concede prestiti alle banche soltanto dietro garanzia dei titoli di Stato federali. Qualora si proceda all'allargamento del bilancio europeo si può anche prevedere che sia ammessa l'emissione di euro-obbligazioni per finanziare le spese comuni<sup>158</sup>.

L'emissione di eurobond non sarebbe a copertura dei debiti nazionali, ma a copertura delle spese comuni previste da un bilancio europeo

---

<sup>157</sup> P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 170.

<sup>158</sup> Persino Joseph Stiglitz, che pure in più occasioni ha mostrato il proprio scetticismo nei confronti del progetto europeo e dell'euro, individua negli eurobond una soluzione sistemica alla vulnerabilità dell'Eurozona. Al riguardo l'autore scrive: *“Esiste una soluzione economica, per quanto parziale, ai problemi della costruzione europea. Tale soluzione permetterebbe di affrontare alcune delle principali questioni macroeconomiche sollevate, vale a dire il debito su base nazionale (place based). La creazione di eurobond, ossia di obbligazioni del debito pubblico a livello europeo, migliorerebbe le cose sotto diversi aspetti. I pagamenti di interessi nei Paesi in crisi sarebbero molto più bassi. Una spesa minore per la gestione finanziaria del debito consentirebbe a questi Paesi sia di ridurre la pressione fiscale sia di intraprendere politiche di bilancio espansive. Tutto questo ridurrebbe l'entità delle forze divergenti, tanto l'emigrazione dei lavoratori più qualificati quanto la fuga dei capitali”*. J. STIGLITZ, *L'euro. Come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino, 2017, p. 140.

allargato<sup>159</sup>. Questa prospettiva va incoraggiata perché sarebbe un passo nella direzione del traguardo finale rappresentato dalla integrazione politica<sup>160</sup>.

Negli anni della crisi, l'incompletezza dell'assetto istituzionale non ha permesso all'Eurozona di mettere in atto politiche incisive ed efficaci, come quelle poste in essere dalle autorità fiscali e monetarie americane<sup>161</sup>.

È evidente che, rispetto agli Stati Uniti, l'Europa ha reagito peggio alla crisi. Quando la crisi è scoppiata, mancavano in Europa le istituzioni e le regole che invece erano presenti oltreoceano. L'assenza di tali istituzioni e regole era voluta – almeno fino allo scoppio della crisi – proprio dai Paesi membri, che non erano disposti a privarsi dei poteri di regolamentazione di cui disponevano. Soltanto di fronte all'emergenza, i Governi dei diciannove Paesi dell'Eurozona hanno deciso di darsi da fare.

Per quanto riguarda la politica monetaria, solo nel luglio 2012 la BCE ha chiarito pubblicamente – attraverso il discorso di Mario Draghi, sintetizzato dalla famosa formula del “*whatever it takes*” – che sarebbe intervenuta, anche in modo illimitato, per evitare l'uscita dall'euro di un Paese

---

<sup>159</sup> M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015, p. 71.

<sup>160</sup> Così si esprime Paolo Guerrieri: “Solo mettendo in campo rinnovate strategie sarà possibile cominciare a ridurre le disuguaglianze e rilanciare la crescita europea e, attraverso essa, rispettare i vincoli, sempre più stringenti, derivanti dal necessario consolidamento dei debiti pubblici. Il che comporterà la messa in comune dei rischi da debito, fino all'Unione fiscale legata alla mutualizzazione del debito europeo e l'emissione di eurobond. D'altra parte solo un ritorno alla creazione di ricchezza e occupazione può, in effetti, assicurare nell'area europea il graduale riassorbimento dell'eccesso di debiti esistente”. P. GUERRIERI, *È fondamentale un cambio di passo in Italia e in Europa*, *Economia italiana*, n. 3 del 2014, p. 58.

<sup>161</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 91.

membro<sup>162</sup>. Soltanto nel 2015 – ben sette anni dopo rispetto agli Stati Uniti – la BCE ha avviato il suo programma di acquisto di titoli pubblici e privati (*Quantitative Easing*), per la stessa difficoltà istituzionale a intervenire direttamente sul mercato senza creare incentivi contrari al risanamento delle finanze pubbliche.

La ragione per cui la BCE non ha potuto mettere in atto da subito una politica di *Quantitative Easing* simile a quella americana è di natura istituzionale. Negli Stati Uniti la Federal Reserve immette liquidità nel sistema acquistando titoli dello Stato federale. In Europa, invece, non esistono titoli federali ma solo titoli degli Stati membri. Quando la banca centrale acquista titoli di Stato, assume dei rischi. Se, ad esempio, lo Stato ristruttura il proprio debito o fa default, la banca centrale registra una perdita che scarica sui suoi azionisti. Se l'azionista è lo Stato stesso, si tratta di una partita di giro. Nel caso europeo, non vi è un unico Stato azionista ma diciannove Stati che partecipano all'unione monetaria. Le perdite subite dalla BCE per un eventuale default o per la ristrutturazione del debito di un Paese vengono caricate su tutti gli altri Stati. Acquistando i titoli dei Paesi membri, la BCE corre il rischio di redistribuire risorse tra i vari Stati in caso di default, trasformandosi in uno strumento di bilancio. La politica monetaria diventa una politica di trasferimenti tra Stati<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup> Sul discorso pronunciato da Mario Draghi nel luglio 2012, si veda il primo capitolo del presente lavoro, in particolare il paragrafo: *1.2.3. La crisi dell'euro e dei debiti sovrani*.

<sup>163</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 55.



Questo è il motivo per cui, al momento della ristrutturazione del debito greco, la Banca centrale europea ha chiesto di escludere da tale operazione i titoli greci che deteneva in bilancio, acquistati nel contesto del *Securities Market Program* (SMT) avviato nel 2010 per contrastare le tensioni sul mercato dei titoli di Stato periferici.

Prima di poter implementare il *Quantitative Easing*, è stato necessario realizzare una serie di riforme e di misure istituzionali mirate a ridurre il rischio che la BCE diventasse una istituzione con compiti non solo di politica monetaria ma anche di politica fiscale. Sono stati necessari diversi interventi, come la creazione del Fondo salva-Stati nel 2010 e il *Fiscal compact* nel 2012, il *Securities Market Program* per acquistare i titoli dei Paesi sotto pressione nel 2010 e poi le OMT (*Outright Monetary Transactions*) nel 2012 da parte della BCE, comunque condizionato all'adozione di programmi di aggiustamento. Allo stesso modo l'adozione del *Quantitative Easing*, nel marzo del 2015, è stata subordinata a specifiche condizioni, come una condivisione limitata dei rischi, che ricadono in larga parte sulle banche centrali dei Paesi membri. Se si registra una perdita al momento della scadenza del titolo, la perdita è a carico per la quasi totalità – pari al 92% – sulle banche centrali dei Paesi membri; solo una piccola parte – pari al restante 8% – rimane a carico della BCE. Più in generale, la BCE ha avuto, dai Paesi membri dell'Eurozona, il via libero a intervenire solo dopo che erano stati creati meccanismi volti a disinnesare gli incentivi all'azzardo morale, cioè a comportamenti di irresponsabilità fiscale.

Nel punto in cui siamo, l'unione monetaria rimane una costruzione incompiuta e fragile. Andrebbe rafforzata la capacità del sistema di resistere

a shock esterni o a variazioni cicliche che possono mettere a repentaglio la solidità della moneta unica. Ci sono tre possibili approcci per l'Eurozona:

- la via della riduzione dei rischi (*risk reduction*);
- la via della condivisione dei rischi (*risk sharing*);
- la via della sintesi tra *risk reduction* e *risk sharing*.

#### **4.2 - La via della riduzione dei rischi (visione eurobaltica)**

Un primo approccio per proteggere l'unione monetaria da shock esterni è quella di ridurre la vulnerabilità dei singoli componenti e il rischio di contagio reciproco. È la visione eurobaltica, tipica dei Paesi del Nord Europa<sup>164</sup>. Tali Paesi non intendono condividere il debito a livello di Eurozona, se prima non viene istituito un efficace meccanismo che contrasti l'azzardo morale e impedisca ai Paesi meno virtuosi di allentare il rigore nei conti pubblici.

Questa soluzione consiste nel rafforzare il sistema di regole (in particolare quelle fiscali incluse nel Patto di stabilità) e nell'aumentare gli incentivi ad adottare riforme strutturali. I fautori di questo approccio sostengono che va rafforzato il ruolo di controllo e monitoraggio dei mercati finanziari per spingere le autorità fiscali ad assumere politiche economiche volte a ridurre i fattori di fragilità. I sostenitori di questa impostazione

---

<sup>164</sup> La contrapposizione tra visione eurobaltica, volta alla riduzione dei rischi, e visione euromediterranea, fondata sulla condivisione dei rischi, è proposta da M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015, pp. 72-79.

affermano che, prima della crisi, i mercati finanziari non hanno sufficientemente discriminato tra i titoli di Stato dei vari Paesi in funzione del diverso rischio legato ai livelli di deficit e di debito di ciascun Paese. Se i mercati prendessero maggiore coscienza dei vari rischi, riflettendoli negli spread (vale a dire nei differenziali di rendimento tra titoli di Stato), potrebbero imporre una maggiore disciplina fiscale alle autorità nazionali.

In base a tale argomento, l'accesso al Fondo salva-Stati per i Paesi in crisi potrebbe essere reso più difficile, subordinato a una ristrutturazione preventiva del debito, per coinvolgere direttamente i creditori attraverso un taglio del valore nominale dei titoli (*bail-in*). Si dovrebbe inoltre limitare la possibilità per il sistema bancario di ciascun Paese di investire in titoli di Stato del Paese stesso, in modo da ridurre la correlazione perversa tra rischio sovrano e rischio bancario (trattamento prudenziale dei titoli di Stato). Verrebbero anche imposti alla BCE limiti all'acquisto di titoli di Stato dei Paesi in difficoltà, al fine di indurre il mercato a prezzare in modo più corretto il diverso premio di rischio. Per quanto riguarda l'unione bancaria, dovrebbero essere resi più facili i fallimenti bancari, soprattutto nei Paesi dove si sono registrate bolle speculative e una dinamica eccessiva del credito.

Tutti questi meccanismi avrebbero l'obiettivo di rafforzare la disciplina di mercato e, di conseguenza, l'incentivo a mettere in atto politiche pubbliche che riducono il rischio di ciascun Paese, poiché in caso di crisi sarebbe più difficile beneficiare del soccorso delle istituzioni europee.

Questo approccio si basa sul principio dell'autoassicurazione, in alternativa a un sistema di assicurazione comune. Questa via rappresenta in realtà un passo indietro rispetto ai progressi realizzati di recente, in particolare con la creazione del Fondo salva-Stati, dell'unione bancaria e delle

politiche di allentamento monetario della BCE. Il ragionamento di base è che, se non c'è la volontà di andare avanti per realizzare una piena unione fiscale, è preferibile tornare indietro, verso una situazione di minore integrazione e maggiore assunzione di responsabilità da parte dei singoli Paesi.

Questa visione comporta vari aspetti critici. Innanzitutto, si basa sull'assunzione che i mercati finanziari, se messi in condizione di operare liberamente, sono in grado di valutare correttamente il rischio. In verità, l'esperienza di questi anni, caratterizzati dalla crisi dell'euro e dei debiti sovrani, ha mostrato esattamente il contrario. L'allineamento dei rendimenti sui titoli di Stato nei primi anni dell'unione monetaria, indipendentemente dal rischio sottostante, è stato la conseguenza di una erronea percezione dei mercati. Gli investitori pensavano che i titoli di ciascuno Stato fossero un'obbligazione dell'Eurozona nel suo complesso e non del singolo Stato emittente e che, in caso di difficoltà finanziarie di uno Stato membro, gli altri Stati membri sarebbero intervenuti in suo soccorso. Quando, alla fine del 2009, è scoppiata la crisi del debito greco, gli investitori hanno capito che le cose non stavano così<sup>165</sup>. Non è ragionevole immaginare di superare i problemi di malfunzionamento dei mercati, emersi prima della crisi, dando proprio ai mercati un ruolo maggiore per disciplinare le politiche nazionali. Si è visto, peraltro, come sia talvolta difficile per i mercati stessi prezzare in

---

<sup>165</sup> Alla fine del 2009, allo scoppio della crisi del debito della Grecia, gli investitori realizzarono che i titoli di Stato greci erano un'obbligazione del Governo greco e non dell'Eurozona, come avevano erroneamente pensato fino a quel momento. Su questo punto si rinvia alle argomentazioni esposte nel primo capitolo, in particolare al paragrafo 1.2.3 – *La crisi dell'euro e dei debiti sovrani*.

modo adeguato i titoli di Stato in presenza di una totale separazione tra la banca centrale e i tesori nazionali.

Più in generale, chi sostiene questa posizione ritiene che le crisi siano sempre e comunque l'effetto di decisioni errate delle autorità di politica economica, in particolare di quelle fiscali. In realtà, le crisi possono nascere anche da fallimenti del mercato come è avvenuto negli Stati Uniti con la crisi dei mutui *sub-prime*.

Oggi appare illusorio tornare a un sistema con minori reti di salvataggio, in attesa che una maggiore consapevolezza delle conseguenze negative di eventuali errori delle politiche nazionali induca le autorità fiscali di ciascun Paese a comportamenti più virtuosi, e di conseguenza protegga meglio l'unione monetaria. Sarebbe come negare l'utilità dei sistemi assicurativi, sostenendo che sia sufficiente una forma di autoassicurazione.

#### **4.3 - La via della condivisione dei rischi (visione euromediterranea)**

Il secondo approccio è quello di realizzare dei passi concreti verso una piena integrazione non solo economica ma anche politica tra i Paesi dell'unione monetaria. Un elemento essenziale di questo avanzamento è la realizzazione di una capacità europea di bilancio, che consenta in particolare

di ammortizzare eventuali shock asimmetrici, redistribuendo reddito dai Paesi che si trovano in situazioni favorevoli verso quelli in difficoltà<sup>166</sup>.

È la visione euromediterranea basata sulle proposte di marcia accelerata per compiere i passi necessari verso un'unione che contempra il coordinamento delle politiche economiche e istituisca i meccanismi redistributivi tipici degli Stati federali<sup>167</sup>.

Se la finanza pubblica europea fosse più integrata a livello federale come negli Stati Uniti, le funzioni di stabilizzazione potrebbero avvenire in modo quasi automatico, attraverso la progressività del sistema impositivo, per cui le aree temporaneamente in crisi si troverebbero a pagare meno imposte e a ricevere più sussidi alla disoccupazione, mentre quelle in condizioni favorevoli contribuirebbero maggiormente al bilancio federale. In un simile contesto istituzionale, l'emissione di debito pubblico diventerebbe una competenza europea, con titoli – gli eurobond – garantiti da entrate fiscali comuni.

Una tale evoluzione consentirebbe, peraltro, di ridurre alcuni dei problemi connessi con l'attuazione di una politica monetaria unica, in particolare per quel che riguarda la messa in atto di politiche non convenzionali come il *Quantitative Easing*. L'acquisto di titoli pubblici non dovrebbe più essere effettuato in modo decentrato, in base a quote nazionali, ma pienamente accentrato come negli Stati Uniti. La disponibilità di uno strumento di debito comune (di un titolo federale europeo) favorirebbe

---

<sup>166</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 105.

<sup>167</sup> M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015, p. 75.

anche la separazione tra il rischio del sistema bancario e quello sovrano e renderebbe inutile l'adozione di regole per limitare l'acquisto di titoli pubblici da parte delle banche. L'emissione di eurobond agevolerebbe l'integrazione di mercati dei capitali, rappresentando un *benchmark* liquido per la definizione dei prezzi delle attività più rischiose.

Non ci sarebbe più il timore che la banca centrale trasgredisca i confini del proprio mandato monetario. Un bilancio federale asseconderebbe anche l'integrazione dei mercati finanziari e la piena attuazione dell'unione bancaria. La parte attualmente mancante di questa unione, ossia il sistema di garanzia dei depositi, sarebbe più facile da realizzare, visto che la garanzia sarebbe a carico del bilancio comune. In sintesi, un bilancio comune consentirebbe all'unione monetaria di avere quella struttura pienamente federale che attualmente le manca, per poter far fronte in modo più efficace alle situazioni di crisi.

Per muovere verso un bilancio autenticamente federale, vi sono tuttavia due questioni non secondarie da risolvere:

- il sistema decisionale sottostante a un bilancio federale;
- il diverso rapporto debito-Pil che si registra nei vari Paesi dell'Eurozona.

Il primo problema da affrontare riguarda il sistema decisionale sottostante a un bilancio federale. Ovviamente non potrebbero essere i singoli Stati a decidere separatamente quanto debito emettere. La decisione dovrebbe essere presa in comune, in ambito europeo. In altre parole, si rende necessario un passo avanti verso una unione politica, con un potere esecutivo e legislativo integrato, che diventa competente per una parte rilevante delle finanze pubbliche, che invece attualmente sono sotto la responsabilità dei

singoli Paesi. Ciò richiede la volontà politica, in tutti i Paesi, di procedere in questa direzione. Inoltre, è necessario predisporre e ratificare un nuovo Trattato, per trasferire i poteri dai legislatori nazionali a quello europeo.

La seconda questione da affrontare è la diversa situazione di partenza del debito pubblico nei vari Paesi. Alla fine del 2018, ultimo dato disponibile, il debito medio dell'Eurozona è pari all'85,9% del Pil. Alcuni Paesi si collocano al di sopra di tale soglia: Spagna (97,6%), Francia (98,4%), Portogallo (122,2%), Italia (134,8%), Grecia (181,2%). Altri Paesi sono al di sotto della media dell'85,9% e prossimi alla soglia del 60% fissata nel Trattato di Maastricht: Finlandia (59,0%), Paesi Bassi (52,4%) e Germania (61,9%). Altri Paesi ancora sono ben al di sotto di tale soglia: Estonia (8,4%), Lituania (34,1%) e Slovacchia (48,4%)<sup>168</sup>. In una situazione di europeizzazione del debito, il nuovo debito sarebbe emesso per intero da un'autorità federale europea, mentre il debito pregresso rimarrebbe a carico di ciascun Paese. In alcuni casi, l'elevato ammontare del debito continuerebbe a gravare per molti anni. Se il vecchio debito venisse subordinato al nuovo, la capacità di servirlo – in particolare per quel che riguarda gli interessi – diventerebbe più difficile. La perdita di valore dei vecchi titoli creerebbe un danno per i detentori dei vecchi titoli di Stato, in particolare per il sistema bancario e assicurativo dei rispettivi Paesi, sicché la transizione richiederebbe un periodo di tempo abbastanza lungo.

In sintesi, si tratta di un processo lungo e di vasta portata politica, che obbligherebbe i singoli Paesi membri dell'Eurozona a privarsi gradualmente

---

<sup>168</sup> BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 8.



della sovranità fiscale a favore delle istituzioni europee, e a fare passi in avanti molto significativi verso una ulteriore unione politica.

#### 4.4 - La via della sintesi tra *risk reduction* e *risk sharing*

L'Europa sembra bloccata in una situazione di stallo che rischia effettivamente di farla implodere.

In realtà, una via intermedia è possibile. Consiste nel realizzare progressi graduali, ma decisi, che combinino una maggiore condivisione dei rischi con una loro significativa riduzione. Per essere portata avanti, questa via richiede fiducia tra i Paesi e tra questi ultimi e le istituzioni europee. Regole e procedure sono importanti ma contano anche cultura e comportamenti per instaurare un reciproco rapporto di fiducia tra Paesi<sup>169</sup>.

Nell'Unione europea restano ancora da completare le riforme avviate per ridurre le fragilità messe in evidenza dalla crisi. L'ostacolo più arduo da superare è il vuoto di fiducia maturato in questi anni, l'emergere di diffidenze e pregiudizi tra i Paesi membri, tra i popoli europei e verso le istituzioni

---

<sup>169</sup> Così scrive Michele Bagella: “(...) se la Germania desidera continuare a mantenere unita l'Eurozona deve cambiare visione della crescita: non più solo rigore dei bilanci, ma anche interventi correttivi di carattere istituzionale (strutturali) e di carattere finanziario (eurobond) a favore della ripresa. L'alternativa che appare sempre più minacciosa è l'allargamento del gap di coesione europea che è in crescita. D'altro canto, i Paesi euromediterranei devono accettare il principio secondo il quale il ricorso agli eurobond non possa essere incondizionato, né tantomeno una scusante per evitare le riforme necessarie a garantire una convergenza delle economie nell'area dell'euro. La ricetta più promettente per rilanciare la strada dell'integrazione europea, dato l'attuale impasse, sembra essere il neo progetto di muovere verso un'unione politica. Questo potrebbe rafforzare il coordinamento delle politiche economiche in Europa e, attraverso regole più stringenti di oggi, aprire la strada verso la creazione di un debito federale degli Stati europei”. M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015, p. 78.

europee. Da ciò scaturisce la contrapposizione tra coloro che sostengono la necessità di ridurre i rischi e coloro che ne richiedono una maggiore condivisione. I rischi, infatti, vengono ridotti anche mediante la loro condivisione<sup>170</sup>.

Per colmare il divario con gli Stati Uniti, bisogna proseguire nell'approccio parallelo volto, da un lato, a rafforzare la capacità dell'unione di assorbire e condividere i rischi (*risk-sharing*) e dall'altro a incentivare la convergenza delle economie e la riduzione di questi rischi (*risk-reduction*)<sup>171</sup>.

Il tentativo di ridurre i rischi nazionali prima di accettarne la condivisione finisce per accrescerli e per alimentare il senso di precarietà che circonda l'euro. Riduzione e condivisione devono andare di pari passo e rafforzarsi l'una con l'altra. La condivisione dei rischi ne aumenta la sostenibilità per tutti. L'idea che si debba invece procedere in sequenza riflette preoccupazioni di natura politica ed economica connesse con le differenze che permangono tra i singoli Paesi. È frutto della sfiducia reciproca maturata nel corso della crisi, alimentata da dubbi sulla capacità e sulla volontà di affrontare i problemi con la necessaria determinazione e sulla disponibilità a definire regole e politiche che siano nell'interesse di tutti<sup>172</sup>.

---

<sup>170</sup> I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 38.

<sup>171</sup> F. BALASSONE, S. CECCHETTI, M. CECIONI, M. CIOFFI, W. CORNACCHIA, F. CORNELI, G. SEMERARO, *Risk reduction and risk sharing in the governance of the euro area*, *Politica economica*, dicembre 2016, pp. 463-488.

<sup>172</sup> I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale anno 2018 – centotrecentesimo esercizio*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2019, p. 20.

Non è tuttavia agevole disegnare il giusto equilibrio tra i due percorsi<sup>173</sup>.

Condividere il rischio richiede una visione concorde sul futuro delle istituzioni e la costruzione di istituzioni comuni. Per ridurlo servono, invece, misure da adottare a livello nazionale. Un esempio concreto riguarda la riduzione del rischio nel sistema bancario. Per ridurre il rischio, le banche di un Paese dovrebbero diminuire la quantità di titoli pubblici nei loro bilanci. Per dividerlo è necessario adottare meccanismi di assicurazione comune dei depositi. Il punto critico è che molti Paesi si dichiarano disposti a condividere il rischio solo dopo che nei singoli Stati sia stato ridotto in misura sufficiente. Ma quale sia questa misura non è mai completamente chiaro. Viene così il sospetto che l'argomento della riduzione del rischio, legato ai titoli di Stato presenti nel bilancio delle banche, sia il pretesto per rinviare in modo indefinito l'introduzione di meccanismi di condivisione<sup>174</sup>.

Già dai tempi dell'unione monetaria, alcuni ritenevano che bisognasse raggiungere un elevato livello di convergenza tra le economie prima di fare ulteriori passi istituzionali verso una maggiore integrazione, mentre altri consideravano che non era possibile migliorare la convergenza senza prima mettere mano ai cambiamenti istituzionali. Il risultato concreto è stato un percorso parallelo, fatto di convergenza (in particolare durante la prima e la seconda fase dell'unione monetaria) e di passi istituzionali (come la creazione dell'Istituto monetario europeo nel 1994) e di scadenze precise per muovere verso la terza e ultima fase, avviata nel 1999.

---

<sup>173</sup> P.C. PADOAN, *Così cambieremo il governo dell'Unione europea*, La Repubblica, 11 giugno 2015.

<sup>174</sup> P.C. PADOAN, *Il sentiero stretto... e oltre*, Il Mulino, Bologna, 2019, p. 118.

#### 4.5 - Un piano credibile di rientro dal debito in Italia

Aderire a una unione monetaria non è il paradiso per l'economia di un Paese. È come indossare una camicia di forza, che tuttavia ha il pregio di assicurare stabilità<sup>175</sup>.

Come è emerso nel corso della trattazione, le cause del prolungarsi della crisi dipendono dal ritardo con cui l'Europa progredisce verso un'area economicamente e politicamente più integrata. D'altro canto, le cause del prolungarsi della crisi sono da ricercare anche nel ritardo con cui alcuni Paesi, l'Italia in particolare, adottano riforme strutturali per modernizzare la propria economia e ridurre i fattori di rischio. Pertanto, occorre che l'Italia faccia passi in avanti per uscire in modo deciso dalla crisi e proteggersi dalle conseguenze di crisi future<sup>176</sup>.

Un punto critico e delicato, ma al contempo ineludibile, per conciliare la riduzione dei rischi e la condivisione dei rischi è dato dal differente livello di debito in rapporto al Pil esistente nei vari Paesi europei. A fine 2018, nell'Eurozona, il livello medio di tale rapporto è pari all'incirca all'85,9%<sup>177</sup>.

---

<sup>175</sup> “*Aderire a un'unione monetaria assicura stabilità ma non è certo il paradiso*”, ammoniva Carlo Azeglio Ciampi. La citazione è riportata in V. DE ROMANIS, *L'austerità fa crescere. Quando il rigore è la soluzione*, Marsilio, Venezia, 2017, pp. 155-156.

<sup>176</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 100.

<sup>177</sup> BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 8.

Se si esclude l'Italia, che col suo debito pesa in modo significativo sul valore medio, il rapporto debito-Pil dell'Eurozona scende al 77,5%. Ci sono Paesi al di sotto di tale soglia e Paesi al di sopra. In Italia, tale rapporto è abbondantemente al di sopra (134,8%), il che colloca il nostro Paese in una posizione non facile, preceduto in questa infelice classifica soltanto dalla Grecia (181,2%). Eppure, se l'Italia riuscisse a invertire la traiettoria del debito per farlo scendere fino al 100% del Pil, è molto probabile che sarebbe più facile convincere i partner europei a mettere in comune i debiti sovrani, anche attraverso una modifica dei Trattati.

La moneta unica ha portato alla nostra economia enormi benefici in termini di bassi tassi di interesse e di bassa inflazione. Questi vantaggi sono evidenti nella gestione del nostro debito. Rispetto ai tempi della lira, la spesa per interessi per rifinanziare il debito è oggi estremamente più bassa. Nel 1995 il debito pubblico italiano era la metà di quello attuale, pari a 1.152 miliardi di euro; eppure la spesa per interessi di quell'anno era pari a quasi 110 miliardi, un po' meno del doppio di quella attuale. Nel 2018, con un debito di 2.380 miliardi, la spesa per interessi è stata di "appena" 65 miliardi<sup>178</sup>.

La grandezza fondamentale che gli investitori guardano per valutare la sostenibilità del debito è l'avanzo primario. Esso è dato dal saldo tra entrate e uscite al netto della spesa per interessi e misura lo sforzo di un Paese in termini di finanza pubblica. Un avanzo primario positivo è una condizione necessaria, ma non sufficiente, per ridurre il debito o quanto meno per

---

<sup>178</sup> I. BUFACCHI, *Ecco come si può tagliare il debito italiano (intervista a Maria Cannata)*, Il Sole 24 Ore, 8 marzo 2019.

stabilizzarlo in rapporto al Pil. Infatti, quando l'avanzo primario è positivo, lo Stato può pagare almeno una parte degli interessi sul debito. Affinché il debito in valore assoluto si riduca, occorre un surplus di bilancio, vale a dire un saldo positivo tra totale delle entrate e totale delle spese (accreditamento netto). Con un surplus di bilancio, lo Stato riuscirebbe a pagare non solo gli interessi, ma anche a rimborsare una parte del debito. Ovviamente per il rapporto debito-Pil conta anche la crescita. Se questa è bassa, è necessario un avanzo primario ancora più alto per ridurre il rapporto o per stabilizzarlo. L'Italia, purtroppo, soffre di alto debito e di crescita bassa, perciò ha bisogno di un alto avanzo primario ripetuto negli anni<sup>179</sup>.

Nelle “Considerazioni finali” del 31 maggio 2017 il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco ha compiuto un esercizio di simulazione per quantificare l'impegno necessario a ricondurre il rapporto tra debito e Pil al di sotto del 100% in un arco temporale di dieci anni. Il calcolo elaborato da Ignazio Visco è il seguente. Assumendo un tasso di crescita dell'economia pari all'1% (sicuramente alla portata di un Paese come l'Italia), un'inflazione pari al 2% (coerente con l'obiettivo della Banca centrale europea) e un costo medio del debito pari al 2,5%, sarebbe necessario mantenere per dieci anni l'avanzo primario intorno al 4% all'anno e giungere così a un rapporto debito-Pil pari al 100%<sup>180</sup>. Certo, un avanzo primario pari al 4% del Pil non

---

<sup>179</sup> La questione è ben spiegata da Roberto Perotti. Al riguardo si veda R. PEROTTI, *Status quo, perché in Italia è così difficile cambiare le cose (e come cominciare a farlo)*, Feltrinelli, Milano, 2016, pp. 20-22.

<sup>180</sup> Questo esercizio è riportato in I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore del 31 maggio 2017*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2017, p. 11. Come ha precisato lo stesso Governatore, “L'esercizio non definisce certo un programma economico di governo, si basa sulla semplice relazione dinamica che lega le grandezze coinvolte. Simulazioni di questo genere ci mostrano le condizioni

è un impegno da poco, soprattutto se lo si confronta con l'avanzo primario dell'1,5% registrato negli ultimi cinque anni<sup>181</sup>. Questo non implica, però, che ogni anno debba essere fatta una manovra di bilancio di ampia entità. L'aggiustamento potrebbe essere fatto una sola volta oppure potrebbe essere ripartito nel tempo. Sarebbe sufficiente una revisione della spesa (*spending review*) che sposti risorse dalla spesa improduttiva a quella per investimenti<sup>182</sup>.

Del resto, l'Italia non è nuova a questo tipo di imprese<sup>183</sup>. Nei sei anni compresi tra il 1995 e il 2000 è riuscita a ridurre il rapporto debito-Pil di quasi

---

*sotto le quali un certo risultato è raggiungibile, e le possibili conseguenze di scelte che di tali condizioni non tengono conto*". Al riguardo di veda I. VISCO, *Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico. Intervento del Governatore della Banca d'Italia al 63° Convegno di Studi Amministrativi*, Varenna, il 21 settembre 2017, pp. 14-17.

<sup>181</sup> Più precisamente, l'avanzo primario è stato: 1,6% nel 2014, 1,6% nel 2015, 1,5% nel 2016, 1,3% nel 2017, 1,5% nel 2018. Si veda BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 5.

<sup>182</sup> In effetti le politiche di rientro dal debito si distinguono in due grandi filoni.

Vi è una prima corrente di pensiero che ritiene che, di fronte a una crescita del rapporto debito-Pil, occorre realizzare avanzi primari, quindi una politica fiscale restrittiva, fatta di tagli alla spesa e di aumento di imposte. Se è vero che questa politica potrebbe incidere negativamente sulla crescita, è altrettanto vero che essa fa ritornare nei mercati finanziari la fiducia nella capacità del Paese di ripagare il debito e per questa via ridurre i tassi di interesse.

La seconda scuola di pensiero sostiene, invece, che occorre condurre una politica fiscale espansiva che consente di migliorare il rapporto debito-Pil grazie all'aumento del denominatore. In questo, come in altri campi, purtroppo la ricetta economica non è univoca.

Per un approfondimento si rinvia a A. ALESINA, C. FAVERO, F. GIAVAZZI, *Austerità. Quando funziona e quando no*, Rizzoli, Milano, 2019. Sul problema del debito pubblico e sulle politiche di rientro si veda anche A. GRAZIANI, S. VINCI, *Problemi e metodi di politica economica*, Liguori Editore, Napoli, 1992.

<sup>183</sup> Sulla evoluzione nel corso del tempo del rapporto debito-Pil si veda UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO, *L'evoluzione del debito pubblico in rapporto al PIL in Italia e nei maggiori paesi*, 16 maggio 2017. Sulle cause storiche che hanno condotto alla esplosione del debito pubblico in Italia dal Risorgimento in poi si rimanda alla ricostruzione di A.

13 punti percentuali (dal 121,6% al 108,6%), grazie ad un avanzo primario che è stato in media del 5% del Pil<sup>184</sup>. Purtroppo, dal 2001 in poi l'avanzo primario è stato più basso (mediamente intorno all'1,6% del Pil), con l'unica eccezione del 3,1% nel 2007 all'epoca in cui Tommaso Padoa-Schioppa era Ministro dell'Economia e delle Finanze<sup>185</sup>.

Più in generale, un piano credibile di rientro dal debito consentirebbe all'Italia di recuperare la fiducia degli investitori<sup>186</sup>. I mercati – è risaputo – non amano l'incertezza e soprattutto le promesse contraddittorie. Il giudizio degli investitori rappresenta il metro della credibilità di un Paese. L'Italia ha assoluto bisogno della fiducia degli investitori, vale a dire di chi decide se comprare o meno il nostro debito. “*I risparmiatori*” – ricordava Luigi Einaudi – “*hanno orecchie di elefante, cuore di coniglio e gambe di gazzella*”<sup>187</sup>.

---

MONORCHIO, *Commento*, in V. TANZI, *Centocinquant'anni di finanza pubblica in Italia*, IBL Libri, Torino, 2012, pp. 49-64.

<sup>184</sup> C. COTTARELLI, *I sette peccati capitali dell'economia italiana*, Feltrinelli, Milano, 2018, p. 174.

<sup>185</sup> BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019, p. 5.

<sup>186</sup> Utili appaiono due esempi: quello del Belgio e quello del Portogallo.

Il Belgio è riuscito a portare il livello del debito in rapporto al Pil dal 137% del 1993 all'87,3% del 2007. Sebbene oggi, dopo la crisi di questi anni, il rapporto sia risalito al 100% (dato del 2018), il caso del Belgio resta un ottimo modello da emulare. A tal proposito, si veda G.M. DEL RE, *Così il Belgio ha domato il debito senza austerità*, Avvenire, 24 aprile 2019.

In Portogallo il rapporto debito-Pil è passato dal 132,9% del 2014 al 122,2% del 2018. Si veda P. FAVERO, *Austerità, cosa ci insegna il modello Portogallo*, Il Fatto Quotidiano, 29 maggio 2019.

<sup>187</sup> La citazione è riportata in G. GENTILI, *L'elefante, il coniglio e la gazzella*, Il Sole 24 Ore, 12 giugno 2019.



#### **4.6 - L'assestamento di bilancio e la Nota di Aggiornamento al DEF 2019**

Segnali incoraggianti per i conti pubblici italiani provengono dalla discesa dello spread, vale a dire del differenziale tra i titoli decennali italiani e i titoli decennali tedeschi, a seguito dell'esito positivo della trattativa che il Governo italiano ha condotto nel mese di luglio 2019 con la Commissione europea per evitare la procedura di infrazione per disavanzo eccessivo. Al 31 luglio 2019 lo spread è sceso intorno ai 200 punti base: 100 punti base in meno rispetto al picco di 300 punti base raggiunto a fine maggio 2018 durante la crisi per la formazione del Governo dopo le elezioni politiche del 4 marzo 2018. L'abbassamento dello spread è stato una boccata d'ossigeno non solo per lo Stato la cui spesa per interessi si riduce, ma anche per le famiglie e le imprese, in quanto l'abbassamento del costo del denaro consente loro di prendere a prestito più agevolmente denaro per effettuare consumi e investimenti.

L'Italia è riuscita a evitare la procedura d'infrazione grazie ai risparmi di spesa emersi dall'assestamento di bilancio. Rispetto a quanto previsto nel Documento di Economia e Finanza (DEF) per il 2019, l'indebitamento netto (il saldo tra il totale delle entrate e il totale delle spese delle Pubbliche

Amministrazioni) è migliorato complessivamente di 7,6 miliardi, pari allo 0,43% del Pil<sup>188</sup>.

Dalla lettura della relazione tecnica al disegno di legge recante: *“Disposizioni per l'assestamento del bilancio dello Stato per l'anno finanziario 2019”*, emerge che il miglioramento del saldo per 7,6 miliardi è così distribuito: 5 miliardi dovuti a maggiori entrate del bilancio dello Stato; 0,6 miliardi dovuti a minori spese del bilancio dello Stato; 0,5 miliardi dovuti ad altre poste fuori dal bilancio dello Stato; 1,5 miliardi dovuti a minori spese previste per reddito di cittadinanza e quota 100.

In particolare, concorrono ai 5 miliardi delle maggiori entrate (non previste nel DEF): maggiori entrate tributarie per 2,5 miliardi (di cui oltre 1 miliardo dovuto all'accertamento con adesione del gruppo Kering; 0,5 miliardi dovuti a maggiori proventi del gioco del lotto; 1 miliardo dovuto all'andamento più favorevole di IRPEF e IVA); maggiori entrate extra-tributarie per 2,5 miliardi (di cui 1,7 miliardi per maggiori utili di gestione della Banca d'Italia e 1,4 miliardi per maggiori dividendi da società pubbliche, in particolare da Cassa depositi e prestiti).

Concorrono, invece, alla riduzione di 0,6 miliardi delle spese (non previste nel DEF): minori crediti di imposta per 1 miliardo; minori trasferimenti all'INPS per 0,6 miliardi; minori spese per interessi per 0,45 miliardi. Tali riduzioni sono parzialmente compensate da incrementi per complessivi 1,4 miliardi circa (di cui 0,5 miliardi per rifinanziamento del

---

<sup>188</sup> Il miglioramento dell'indebitamento netto per 7,6 miliardi è riportato anche nella lettera del 2 luglio 2019 che il Governo italiano ha inviato alla Commissione europea, pubblicata sul sito della Presidenza del Consiglio e su quello del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Fondo sviluppo e coesione; 0,3 miliardi per il finanziamento del trasporto pubblico locale; 0,1 miliardi per la card diciottenni; 0,3 miliardi per gli aggi dei concessionari e per le vincite del gioco del lotto).

Con riferimento, infine, agli ulteriori 0,5 miliardi di miglioramento riferiti a poste fuori dal bilancio dello Stato, questi sono composti: per 0,65 miliardi, da maggiori introiti derivanti dalle aste di assegnazione delle quote di emissione (cosiddette aste CO<sub>2</sub>); per 0,25 miliardi, da maggiori entrate per flussi Ue. Queste maggiori entrate sono parzialmente compensate da maggiori spese correnti rilevate nel comparto delle amministrazioni locali.

Un discorso a parte meritano i risparmi di spesa per 1,5 miliardi derivanti da minori spese previste per “reddito di cittadinanza” e “quota 100”. Siccome questi risparmi non sono ancora certi, al fine di assicurare l'effettivo miglioramento dei saldi, il decreto-legge 2 luglio 2019, n. 61 (recante *“Misure urgenti in materia di miglioramento dei saldi di finanza pubblica”*) ha disposto l'accantonamento delle dotazioni del bilancio dello Stato per 1,5 miliardi. In pratica, nelle more della rendicontazione delle spese riferite a “reddito di cittadinanza” e “quota 100”, le disponibilità di alcuni fondi del bilancio dello Stato sono accantonate e rese indisponibili per la gestione. Qualora i risparmi di “reddito di cittadinanza” e “quota 100” si realizzino effettivamente, le risorse di tali fondi vengono sbloccate e possono essere spese. Qualora, invece, i risparmi di “reddito di cittadinanza” e “quota 100” non si realizzino, le risorse dei fondi vengono ridotte e gli accantonamenti si trasformano in tagli.

Un altro beneficio per i conti pubblici dell'Italia è giunto dall'ulteriore calo dello spread (a fine settembre 2019 il differenziale tra i titoli decennali tedeschi e quelli italiani si è attestato intorno ai 150 punti base), in

conseguenza non solo dell'annuncio da parte della BCE della riedizione del *Quantitative Easing* ma anche del cambio di Governo avvenuto nel periodo agosto-settembre 2019. Dal 5 settembre 2019, infatti, è in carica un nuovo Esecutivo, presieduto sempre da Giuseppe Conte ma sostenuto da una maggioranza diversa e filo-europeista, nata da un accordo tra Movimento 5 Stelle e Partito Democratico, dopo che l'8 agosto 2019 la Lega aveva annunciato la volontà di ritirare il proprio sostegno al Governo. Il Governo attualmente in carica è in questa fase impegnato nella manovra di bilancio, di cui la Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (DEF) – deliberata dal Consiglio dei Ministri il 30 settembre 2019 – costituisce la cornice macroeconomica. Con la Nota di Aggiornamento al DEF 2019 il Governo ha aggiornato non solo le proprie stime sul quadro macroeconomico ma anche i propri obiettivi programmatici<sup>189</sup>.

---

<sup>189</sup> In base all'articolo 10-bis (rubricato “*Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza*”) della legge n. 196 del 2009 (recante “*Legge di contabilità e finanza pubblica*”), introdotto dall'articolo 2 della legge n. 39 del 2011 (recante “*Modifiche alla legge 31 dicembre 2009, n. 196, conseguenti alle nuove regole adottate dall'Unione europea in materia di coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri*”), la Nota di Aggiornamento al DEF deve essere presentata alle Camere entro il 27 settembre di ogni anno.

Innanzitutto, la Nota consente di aggiornare le previsioni economiche e di finanza pubblica in relazione alla maggiore affidabilità delle informazioni disponibili sull'andamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica rispetto a quelle utilizzate per il DEF. Al momento della presentazione della Nota, infatti, sono disponibili i dati relativi ai primi due trimestri dell'anno di riferimento.

In secondo luogo, la Nota permette di aggiornare gli obiettivi programmatici, in considerazione delle eventuali raccomandazioni approvate dal Consiglio dell'Unione europea sul Patto di Stabilità, o la loro articolazione, anche sulla base delle intese raggiunte con la Conferenza permanente per il coordinamento della finanza pubblica. In questi casi, il Governo invia alla Conferenza e alle Camere le linee guida per la ripartizione degli obiettivi.

Nella Nota di Aggiornamento sono, inoltre, fissati gli obiettivi di saldo netto da finanziare per il bilancio dello Stato e di saldo di cassa del settore statale e sono stabiliti i contenuti del Patto di stabilità interno, con le relative sanzioni da applicare, e del Patto di

L'uropeismo del nuovo Esecutivo emerge anche nella premessa alla Nota di Aggiornamento, laddove si legge: *“Il nuovo Governo si pone l'obiettivo di rilanciare la crescita assicurando allo stesso tempo l'equilibrio dei conti pubblici e una partecipazione propositiva al progetto europeo. Le linee di politica economica saranno volte a rafforzare la congiuntura così come ad aumentare il potenziale di crescita dell'economia italiana, che da almeno due decenni soffre di una bassa dinamica della produttività e di una altrettanto insoddisfacente crescita demografica”*. E più avanti: *“La strategia di politica economica dell'Italia avrà una forte proiezione europea. Il Governo intende sostenere lo sviluppo e il rilancio del processo di integrazione nella direzione della crescita, della sostenibilità e dell'inclusione. La partecipazione dell'Italia all'Unione economica e monetaria è essenziale per la stabilità e il benessere del paese. La resilienza dell'area euro durante la crisi, grazie in particolare al ruolo cruciale svolto dalla Banca centrale europea nel preservarne l'integrità, è stato un fattore decisivo per la tenuta dell'Italia. Al tempo stesso, l'incompletezza dell'Unione economica e monetaria e i limiti e l'asimmetria delle regole fiscali hanno concorso a prolungare l'impatto della crisi e a inasprire il percorso di aggiustamento per paesi come l'Italia”*<sup>190</sup>.

Nei piani del Governo (scenario programmatico), la manovra per il triennio 2020-2022 punta a preservare la sostenibilità della finanza pubblica ma creando spazi fiscali, da un lato, per completare l'attuazione delle politiche di inclusione e attivazione del lavoro già in vigore e, dall'altro, per rilanciare la crescita economica a partire da un grande piano di investimenti

---

convergenza. Per le stesse finalità, gli obiettivi programmatici possono essere aggiornati anche in corso d'anno.

<sup>190</sup> MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanze 2019*, 30 settembre 2019, pp. IV-V.

pubblici e di sostegno agli investimenti privati, nel segno della sostenibilità ambientale e sociale e dello sviluppo delle competenze. Per quanto riguarda più specificamente il rapporto debito-Pil, il Governo stima che il rapporto dovrebbe scendere nel periodo considerato dapprima lievemente e poi in misura più significativa, passando dal 135,7% del 2019 al 135,2% del 2020, al 133,4% del 2021, al 131,4% del 2022. *“A partire dal 2021 – si legge nella Nota di aggiornamento – la crescita del PIL nominale è prevista superare il costo medio di finanziamento del debito pubblico. Se il surplus primario aumenterà gradualmente negli anni seguenti, il soddisfacimento della Regola del debito sarà assicurato anche in presenza di una graduale inversione del trend dei tassi di interesse a livello europeo”*<sup>191</sup>.

Anche in questo come in altri ambiti della politica economica e più in generale delle politiche pubbliche, soltanto il tempo potrà dirci se gli obiettivi programmatici annunciati dal Governo verranno effettivamente conseguiti.

#### **4.7 - Un'Europa a più velocità**

Invertire il trend del debito pubblico sarebbe fondamentale anche sul piano dei rapporti dell'Italia con l'Europa. Contribuirebbe a consolidare la posizione del Governo italiano agli occhi degli altri partner europei, rafforzandone il potere negoziale con riferimento a due questioni tra loro legate:

- la mutualizzazione del debito;

---

<sup>191</sup> MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanze 2019*, 30 settembre 2019, p. 10.

– la costruzione di un nucleo più coeso di Stati aderenti all'Eurozona.

In relazione al primo punto, da tempo ormai si discute in Europa dell'introduzione degli eurobond. Il loro avvio necessita dell'accordo di tutti i Paesi, anche e soprattutto dei Paesi virtuosi e di quelli che in questi anni hanno reagito alla crisi con un vigoroso programma di riforme e risanamento delle finanze pubbliche. Sia gli Stati virtuosi sia gli Stati che più si sono impegnati nel riequilibrio dei loro conti pubblici chiedono ai Paesi molto indebitati – come l'Italia – di interrompere la dinamica crescente del debito con azioni correttive incisive. In buona sostanza, prima della condivisione dei rischi, i Paesi virtuosi chiedono una loro riduzione<sup>192</sup>.

Con riferimento al secondo punto – la costruzione di un nucleo più coeso di Paesi nell'ambito dell'Eurozona – l'attuazione di politiche di aggiustamento fiscale, volte ad abbattere il debito, conferirebbe all'Italia maggiore peso anche nelle trattative rispetto a questo obiettivo. Nei fatti l'Europa a due velocità esiste già: dei ventotto Paesi che appartengono all'Unione europea (mercato unico), solo diciannove fanno parte dell'Eurozona (moneta unica). L'idea nasce dalla constatazione che l'Europa soffre di un certo immobilismo decisionale. L'idea di un'Europa a due velocità, seppure ancora allo stato embrionale, intende consolidare l'Eurozona per creare – attraverso un patto politico di natura costituzionale – un nucleo forte di Stati membri per rimediare a questa inerzia<sup>193</sup>.

---

<sup>192</sup> V. DE ROMANIS, *L'austerità fa crescere. Quando il rigore è la soluzione*, Marsilio, Venezia, 2017, p. 156.

<sup>193</sup> Sulla proposta di aprire una nuova prospettiva per portare l'Europa fuori dalla crisi esistenziale in cui versa, si sofferma Sergio Fabbrini. In sintesi, l'autore propone la differenziazione dell'Unione europea in due distinte organizzazioni: da un lato, la comunità economica del mercato comune, che attualmente è costituita da tutti gli Stati

L'Eurozona deve dotarsi di procedure e strumenti più adeguati per rispondere in modo tempestivo e unitario alle nuove sfide<sup>194</sup>. I Paesi che non intendono cedere parte della propria sovranità, saranno liberi di non aderire, senza per questo essere costretti a optare per soluzioni drastiche come l'uscita dall'Unione europea (mercato comune) o dall'Eurozona (moneta unica).

Questo metodo – che alcuni chiamano “a cerchi concentrici” o “à la carte” – potrebbe essere adottato per i dossier economici: si potrebbe ipotizzare, per esempio, di passare da un'unione monetaria con diciannove diverse politiche di bilancio a una unione monetaria con una sola politica di bilancio. A questo nucleo forte di Paesi sarebbero ammessi soltanto gli Stati

---

membri dell'Unione europea e da altri Stati che volessero farne parte; dall'altro l'unione politica di natura federale, della quale farebbero parte gli Stati dell'Eurozona che condividono l'euro. Per una lucida e appassionata analisi si rinvia a S. FABBRINI, *Sdoppiamento. Una prospettiva nuova per l'Europa*, Laterza, Bari, 2017.

<sup>194</sup> Thomas Piketty propone, per esempio, di dotare l'Eurozona di istituzioni democratiche che consentano di prendere decisioni comuni. Così scrive l'autore: “*La zona euro ha bisogno di un governo economico: budget comune, tasse in comune, capacità di prestito e investimento, strategia di crescita, un modello di sviluppo sostenibile e durevole. Ma affinché ciò sia possibile, la zona euro deve soprattutto dotarsi di istituzioni democratiche che consentano di prendere decisioni comuni. Non serve parlare di governo della zona euro se non si indica di fronte a quale istanza democratica sarà chiamato a rispondere. Oggi, l'organo decisionale più importante della zona euro è il consiglio dei ministri delle finanze. Ma il più delle volte è incapace di prendere delle decisioni. (...) La ragione di questa inazione è che il consiglio dei ministri delle finanze funziona il più delle volte per unanimità: sul fisco, basta un veto del Lussemburgo per bloccare tutto. E le rare decisioni che possono essere prese a maggioranza, sono in pratica bloccate dal veto dei Paesi più grandi. (...) Dobbiamo dunque sostituire il consiglio dei ministri delle finanze con una vera camera parlamentare della zona euro, nella quale ogni Paese sarà rappresentato da un certo numero di deputati, provenienti dal suo parlamento nazionale, in proporzione della popolazione del Paese e dei differenti gruppi politici. (...) Una soluzione alternativa sarebbe di basarsi su una sotto-divisione zona euro del Parlamento europeo. Mi sembra preferibile basare la camera parlamentare della zona euro sui parlamenti nazionali: da un lato perché hanno la legittimità democratica necessaria per coinvolgere i contribuenti nazionali, dall'altra perché è fondamentale, per questa innovazione democratica, rafforzare l'esistenza di un nocciolo duro più integrato rispetto all'Unione europea nel suo insieme e che possa disporre di istituzioni proprie*”. Si veda T. PIKETTY, *La politica della zona euro deve essere più democratica*, La Stampa, 16 febbraio 2017.



che presentano i requisiti per farvi parte a pieno titolo. Se l'Italia vuole rientrare nel gruppo di testa di una tale compagine, non può più rimandare l'aggiustamento del debito. Allo stesso modo, questa cooperazione rafforzata potrebbe essere adottata per questioni come la difesa comune, la sicurezza, il controllo delle frontiere, la ricerca<sup>195</sup>.

Tutto questo presuppone, in Italia, un dibattito più maturo sul destino dell'Europa, che invece è molto indietro. Nell'opinione pubblica italiana si è radicata l'idea che è per colpa dell'Europa se il nostro Paese si trova nella sua attuale situazione. L'Italia non cresce non per i suoi mali endemici ma a causa delle regole europee che le tolgono sovranità e le impongono austerità. In questo disegno, l'Italia sarebbe destinata a diventare una colonia economica di Francia e Germania, facile terra di conquista alla quale sottrarre aziende, banche, risparmio, sapere.

Questa dissonanza cognitiva distoglie l'attenzione dai veri problemi del Paese e diffonde l'illusione che la colpa dei nostri mali sia altrove, frutto di complotti internazionali e non dei ritardi accumulati dal nostro sistema economico e politico-istituzionale<sup>196</sup>. L'Europa è così diventata l'alibi per non

---

<sup>195</sup> Scrive al riguardo Patrizia De Pasquale: “L’idea di affiancare al processo istituzionalizzato una maggiore integrazione fra i Paesi membri più volenterosi (e forse virtuosi) è, comunque, sempre più ricorrente, sebbene non sia ancora sufficientemente chiaro su quali e quante “geometrie” si debba puntare. In occasione della celebrazione dei sessant’anni dei Trattati di Roma l’accento è stato posto sulla difesa comune, ma non è escluso che essa possa interessare anche altri settori”. L’autrice considera la cooperazione rafforzata – la cui disciplina rilevante è contenuta nell’articolo 20 del TUE e negli articoli da 326 a 334 del TFUE – un meccanismo valido e utile, che risponde “sia alle esigenze degli Stati più dinamici che intendono stabilire forme di integrazione più “spinta” sia a quelle degli Stati più prudenti che desiderano proseguire nel solco già tracciato, seguendo le procedure ordinarie”. P. DE PASQUALE, *L’Unione europea e le nuove forme di integrazione*, Diritto pubblico comparato ed europeo, n. 3 del 2017, p. 671-685.

<sup>196</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall’Europa c’è un futuro per l’Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 11.

affrontare le questioni di casa nostra, tra le quali vi è senza dubbio l'elevato debito pubblico<sup>197</sup>. Vi è da tempo una vera e propria rimozione collettiva di questo problema, come se fosse un problema di altri Paesi e non nostro<sup>198</sup>.

È invece giunto, per l'Italia, il momento di affrontare con serietà e rigore la questione del debito. Un debito – che ha raggiunto l'astronomica cifra di 2.445 miliardi<sup>199</sup>, che impone ogni anno di emettere titoli di Stato per oltre 400 miliardi e che costringe a pagare interessi per oltre 60 miliardi – rende la nostra economia estremamente vulnerabile a shock esterni. Occorre una gestione attenta dei conti pubblici perché il filo di fiducia da parte degli investitori si potrebbe spezzare in qualsiasi momento, come accaduto nell'autunno del 2011<sup>200</sup>.

---

<sup>197</sup> Scrive in proposito Andrea Terzi: *“Il fatto è che l'incompletezza dell'unione monetaria fornisce ormai da anni uno straordinario e pericoloso alibi ai governi nazionali, soprattutto quando dimostrano di non essere in grado di proporre un disegno coerente per il futuro del proprio paese. Quando ci si trova in difficoltà, è facile prendersela con l'Europa. E il problema è, appunto, che l'Europa non si dimostra all'altezza della sfida. E allora la protesta rissosa, proprio perché animata da un problema autentico, alimenta la convinzione “sovranista” a fare da soli, senza Europa”*. A. TERZI, *Euro, l'alibi perfetto dei governi nazionali*, lavoce.info, 14 dicembre 2018.

<sup>198</sup> E. LETTA, *Contro venti e maree. Idee sull'Europa e sull'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 47.

<sup>199</sup> Al 30 novembre 2019, la Banca d'Italia ha stimato uno stock di debito pari a 2.445 miliardi. Al riguardo si rinvia a BANCA D'ITALIA, *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Roma, 15 gennaio 2020, p. 8.

<sup>200</sup> Salvatore Rossi evidenzia la necessità di un Governo credibile agli occhi dei detentori del debito pubblico che è per il 70% nelle mani di italiani e per il restante 30% di stranieri. Si rinvia a R. ROSSI, *La (falsa) idea di poter crescere facendo debito*, Corriere della Sera, 5 giugno 2019.

Cionondimeno, come sottolineato da Giovanni Sabatini, l'Italia presenta una serie di punti forza, tra i quali l'elevata vita media residua del debito pubblico, pari a circa 7,4 anni. Ciò implica – spiega l'autore – che *“un eventuale aumento dei tassi si rifletterebbe molto*

Riferendosi al debito americano, il Presidente Ronald Reagan soleva dire che “è abbastanza grande da badare a se stesso”<sup>201</sup>. Il rischio per l’Italia, invece, è che il debito diventi troppo grande per essere tenuto sotto controllo<sup>202</sup>.

---

*gradualmente sul costo effettivo del debito*”. S. SABATINI, *Il debito pubblico e la resilienza dell’Italia*, Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2018.

<sup>201</sup> La citazione della frase di Ronald Reagan è presente in A. CRISMANI, *Il problema della gestione del debito pubblico*, in L.C. CADEDDU (a cura di), *Il coordinamento dinamico della finanza pubblica*, Jovene, Napoli, 2011, p. 124.

<sup>202</sup> È essenziale, soprattutto, far capire all’opinione pubblica che i problemi complessi – ivi incluso l’alto debito – necessitano di soluzioni complesse e che non esistono, purtroppo, bacchette magiche o scorciatoie. Opportunamente Guido Tabellini scrive: “È importante trasmettere all’opinione pubblica l’idea che non esistono ricette semplici o miracoli. Sono decenni che l’economia italiana stenta a crescere, non dà opportunità ai giovani, ha un debito pubblico elevato. Se nessuno si è accorto prima che c’era una scorciatoia per aumentare la crescita, ridurre la disoccupazione o combattere la povertà, quasi certamente è perché quella scorciatoia è un vicolo cieco che non porta da nessuna parte. Anche se è difficile da accettare, probabilmente non vi sono alternative alle riforme scomode e impopolari che molti osservatori esterni ci suggeriscono da tempo”. G. TABELLINI, *Contro il negazionismo economico*, lavoce.info, 30 marzo 2018. Si segnala anche R. PEROTTI, *Per la ripresa non ci sono scorciatoie*, lavoce.info.it, 12 settembre 2014.

## CONCLUSIONI

“L’*utopia*” – diceva Eduardo Galeano – “è come l’*orizzonte*. Si cammina verso una meta che resta sempre alla stessa distanza, ma gli sforzi per raggiungerla servono comunque ad andare avanti”<sup>203</sup>. Nel caso del processo di integrazione europea, più che di utopia, si dovrebbe parlare di ideale, “per la concreta possibilità di avvicinarsi per gradi alla realizzazione, sia pure percorrendo vie talora tortuose, spesso discontinue nel tempo”<sup>204</sup>. Ed è quanto è avvenuto in Europa durante i suoi sessant’anni di storia. Gli eurobond – i titoli di un futuro debito federale europeo – sono l’*utopia*, o meglio l’*ideale*, che l’Eurozona non riesce a realizzare ma verso cui tende.

La storia dell’integrazione europea che finora ha avuto successo è soprattutto una storia economica. Per decenni, l’Europa è stata in grado di produrre quei beni pubblici che il mercato da solo non è in grado di fornire ma di cui i popoli hanno assoluto bisogno: pace, democrazia, stabilità finanziaria<sup>205</sup>. Molti passi sono stati compiuti lungo la strada della unificazione monetaria, mentre estremamente debole appare la costruzione politica. L’introduzione dell’euro ha rappresentato un passo

---

<sup>203</sup> E. GALEANO (traduzione di M. TRAMBAIOLI), *Parole in cammino*, Sperling & Kupfer, Milano, 2006.

<sup>204</sup> Come scrive Padoa-Schioppa: “L’*esito finale* è ancora incerto. Solo il futuro dirà se l’*ideale dell’unificazione politica dell’Europa* – un ideale antico che percorre come un filo rosso la storia europea – sia destinato a rimanere nel cielo delle utopie, o invece a realizzarsi nella storia”. A. PADOA-SCHIOPPA, *Verso la federazione europea? Tappe e svolte di un lungo cammino*, Il Mulino, Bologna, 2014, p. 28.

<sup>205</sup> F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell’economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, pp. 97 e 98.

straordinariamente ambizioso, non solo perché ha costretto gli Stati nazionali a rinunciare a uno strumento fondamentale di politica economica, ma anche perché la moneta unica e la fissità dei cambi ad essa associata richiedono un'elevata uniformità tra i Paesi membri nella gestione di tutti gli strumenti macroeconomici e in particolare di finanza pubblica.

L'integrazione europea è un processo del tutto peculiare e *sui generis*, che ha invertito nei fatti ciò che è sempre avvenuto storicamente. Nella storia dei popoli, l'unificazione politica ha sempre preceduto quella monetaria, anche a costo di guerre e conquiste<sup>206</sup>. In Europa, al contrario, si è voluto introdurre la moneta unica per spingere verso l'unità politica: ne sono scaturite tensioni che, nelle previsioni dei fautori dell'euro, avrebbero dovuto obbligare a un ulteriore salto in avanti, ad una nuova e più sostanziale revisione dei Trattati per costituire l'embrione di uno Stato europeo. Oggi c'è il fondato rischio che tali tensioni finiscano per lacerare il tessuto di regole e di istituzioni

---

<sup>206</sup> L'unificazione italiana, che condusse nel 1861 alla nascita dello Stato unitario, costituisce un riferimento storico utile a comprendere alcuni aspetti del processo di integrazione europea. Prima del 1861, gli Stati italiani preesistenti avevano sistemi legislativi ed economici molto diversi. Soprattutto avevano monete diverse e livelli di debito differenti. Eppure, attraverso un lungo processo che ha richiesto tempo, risorse, sforzi amministrativi e organizzativi immani, costi elevati anche in termini di vite umane e sofferenze sociali, sono riusciti a diventare un solo Stato, con un sistema di leggi e regole comuni. Sebbene l'Italia presenti ancora oggi un profondo divario Nord-Sud, il processo di costruzione dello Stato unitario può offrire, *mutatis mutandis*, spunti e insegnamenti preziosi a tutti coloro che credono nelle ragioni e nel valore del progetto europeo. Per un approfondimento si rinvia a V. TANZI, *Italica. L'unificazione difficile tre ideali e realtà*, Schena Editore, Fasano (BR), 2018, p. 18.

Dello stesso autore si veda anche V. TANZI, *Ossessione debito*, Il Foglio, 8 giugno 2016. In questo articolo Vito Tanzi esprime dubbi sull'accostamento tra storia italiana e storia europea, sostenendo che i paralleli sono ingannevoli. Scrive l'autore: "Nel 1861, i debiti del Piemonte (dovuti a finanziere stranieri, specialmente Rotschild, a Parigi, e Hamro, a Londra) furono scaricati sulle spalle della povera neonata, l'Italia. I debiti piemontesi diventarono così i debiti italiani. Ciò condizionò il futuro del paese. Sarebbe bello poter scaricare ora sulla Germania – o, pardon, sull'Europa! – i debiti greci o italiani".

faticosamente e pazientemente costruito in sessant'anni. In questo scenario, l'unione monetaria, da fondamentale strumento di stabilità, potrebbe trasformarsi in un fallimento, perché opera in una situazione di sostanziale vuoto politico<sup>207</sup>.

La vicenda dell'unificazione europea – iniziata nel 1957 con la firma dei Trattati di Roma – è oggi aperta ad ogni possibile esito, che al momento nessuno è in grado di prevedere. Mai come in questa fase l'Europa è a un bivio, sotto la pressione di sfide economiche nuove e di pressioni geopolitiche eccezionali. O trova la forza di andare avanti lungo il processo di integrazione politico-istituzionale, oppure rischia di disintegrarsi irrimediabilmente<sup>208</sup>.

Schematizzando e ricorrendo alla terminologia dell'economista americano di origini tedesche Albert Hirschman, in campo esistono due possibili opzioni: “*exit*” e “*voice*”<sup>209</sup>.

---

<sup>207</sup> In assenza di un potere politico che la affianchi, la Banca centrale europea gestisce da sola la politica monetaria. A questa solitudine istituzionale delle autorità monetarie europee si aggiunge il problema della responsabilità della BCE – di *accountability* come dicono gli inglesi – nei confronti dei cittadini europei. Ogni banca centrale dovrebbe esercitare i suoi poteri nell'ambito di un sistema interno di contrappesi formali e informali: un sistema di *checks and balances*, rappresentato non solo dalle istituzioni, ma anche dalle opinioni, valutazioni e critiche che si manifestano nel dibattito politico ed economico. Sui rischi di un deficit di democrazia dell'Eurozona si sofferma R. BIN, *L'indipendenza delle banche centrali come principio costituzionale*, Astrid, 23 novembre 2018.

<sup>208</sup> F. BALASSONE, *La governance economica dell'area dell'euro: un difficile equilibrio tra riduzione e condivisione dei rischi*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 65.

<sup>209</sup> Così Hirschman illustra i due concetti di “*exit*” e “*voice*”: “*Il cliente che, insoddisfatto del prodotto di un'azienda, passa a quello di un'altra, usa il mercato per salvaguardare il proprio benessere o migliorare il proprio stato. Questo (l'uscita) è il tipo di meccanismo di cui si avvale l'economia. (...) La voce è l'esatto contrario dell'uscita. È un concetto molto più impreciso dal momento che può comprendere l'ampia gamma compresa tra una debole lagnanza e una violenta protesta; implica l'espressione delle*

La prima opzione – *exit* – è quella esercitata dal Regno Unito nel referendum del 23 giugno 2016: una scelta gravida di conseguenze e dai risvolti ancora imprevedibili per l'unità stessa di quel Paese. È l'opzione abbracciata dai movimenti sovranisti che, più o meno apertamente, puntano a un ritorno alla sovranità monetaria, oltre che fiscale, dei singoli Stati. L'Europa è percepita da questi movimenti non come un progetto condiviso, ma come un giogo imposto dall'alto: il cosiddetto “vincolo esterno”<sup>210</sup>. A priori, non è possibile escludere in modo categorico che in futuro, da questo giogo, alcuni Paesi decidano di liberarsi, abbandonando l'Unione europea (come ha scelto di fare il Regno Unito nel 2016) oppure rinunciando all'euro (come ha rischiato di fare la Grecia nel 2015)<sup>211</sup>. Si sta generando un perverso circolo vizioso, a causa del quale le carenze politiche e istituzionali dell'Unione europea – e dell'Eurozona in particolare – contribuiscono a fare crescere i movimenti populistici e sovranisti, che a loro volta impediscono alle istituzioni

---

*proprie opinioni critiche invece che un voto privato, segreto nell'anonimato di un supermercato; e infine, è diretta e schietta invece che tortuosa. La voce è azione politica par excellence*”. A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1970, traduzione italiana in R. NACAMULLI, A. RUGIADINI, *Organizzazione e mercato*, Il Mulino, Bologna, 1985, p. 108.

<sup>210</sup> Il “vincolo esterno” è una espressione coniata alla fine degli anni Settanta da Guido Carli per indicare il fatto che l'Italia, per adottare scelte rigorose ma impopolari, avesse bisogno dalle richieste provenienti dall'Europa. Rita Perez ritiene che oggi l'espressione sia superata, se si pensa che gran parte delle scelte di politica economica e fiscale viene compiuta, a differenza di qualche decennio fa, direttamente in sede europea. Si veda R. PEREZ, *L'azione finanziaria europea nel tempo della crisi*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, fascicolo n. 5 del 2011, p. 1043.

<sup>211</sup> F. GIAVAZZI, *Il realismo che deve guidarci*, *Corriere della Sera – Economia*, 1° aprile 2019.

europee di superare le carenze che li originano<sup>212</sup>. Ma anche fuori dall'Europa sono in tanti – a cominciare dagli Stati Uniti di Trump e dalla Russia di Putin – a temere un'Europa forte e perciò a volerla debole e marginale<sup>213</sup>.

La seconda opzione è, invece, quella di provare a cambiare le istituzioni europee dal di dentro, facendo sentire appunto la propria “voce”. Se oggi l'Europa delude, è perché la sua architettura politico-istituzionale è largamente incompiuta. C'è insomma un difetto di costruzione, che impedisce all'Eurozona di svolgere appieno il proprio compito e che affonda le sue radici nell'aver creato “una moneta senza Stato”. La crisi di questi anni ha dimostrato che, alla lunga, una moneta senza Stato non può reggere. Di qui l'esigenza di dar vita, attraverso l'introduzione degli eurobond, a un embrione di Stato federale, con una sua Agenzia del debito, un suo Tesoro, un suo bilancio federale e un suo debito federale, da affiancare alla moneta unica.

---

<sup>212</sup> G. GALLI, *Come superare i limiti dell'architettura dell'Eurozona*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016, p. 99.

Si segnala anche la lucida analisi di Dani Rodrik, un economista di Harvard di origini turche, secondo il quale negli ultimi trent'anni la globalizzazione ha prodotto una situazione in cui l'integrazione dei flussi di merci e di capitali genera benefici diffusi per l'economia nel suo complesso ma a pagarne i costi sono i lavoratori meno qualificati. La risposta dovrebbe essere quella di favorire comunque l'integrazione globale ma riservare una parte dei benefici ai lavoratori colpiti dalla globalizzazione, attraverso politiche redistributive. Il problema – come osserva Rodrik – è che questi indennizzi, seppure promessi, non arrivano mai. Di qui il malcontento diffuso e l'affermazione di movimenti sovranisti. Questa analisi, qui sinteticamente delineata, è proposta dall'autore in due libri: D. RODRIK, *La globalizzazione intelligente*, Bari, Laterza, 2015; più recentemente D. RODRIK, *Dire tutta la verità sul commercio globale*, Einaudi, Torino, 2019.

<sup>213</sup> Al riguardo si rimanda a E. LETTA, *Contro venti e maree. Idee sull'Europa e sull'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 156. Sulla stessa lunghezza d'onda si pone M. RIVA, *Il paradosso dell'Unione*, la Repubblica, 24 gennaio 2017.



Chi scrive ritiene che l'unica via percorribile è quella di proseguire nell'approccio parallelo volto, da un lato, a rafforzare la capacità dell'Eurozona di assorbire e condividere i rischi (*risk sharing*) e dall'altro a incoraggiare la convergenza delle economie e la riduzione di questi rischi (*risk reduction*). A ben vedere, la storia dell'Europa altro non è che l'applicazione di questo approccio. La creazione del mercato unico, ad esempio, è stata accompagnata dall'istituzione di meccanismi di solidarietà – quali i fondi strutturali – a favore delle economie più deboli. L'unione monetaria è stata realizzata a compimento di un processo di convergenza delle economie (in termini di inflazione, di tassi di interesse, di deficit e di debito pubblico) con la creazione di una banca centrale – la BCE – che ha il compito di mettere in atto un'unica politica monetaria per tutti i Paesi membri.

Per decenni il progresso dell'Europa si è fondato sul cosiddetto metodo funzionalista alla Jean Monnet: fare costantemente dei passi in avanti, senza mai porsi il problema dell'approdo finale. Si è fatta dapprima la Comunità del carbone e dell'acciaio, poi il mercato comune, quindi la moneta unica, più recentemente l'unione bancaria, e così via, un traguardo alla volta. In questa prospettiva, la costruzione europea è stata il regno di pazienti diplomazie, che hanno lavorato intorno alla impalcatura, escogitando di volta in volta soluzioni giuridico-istituzionali a maglie abbastanza larghe affinché il sistema potesse essere flessibile per includere tutti i Paesi membri, rimanendo nello stesso tempo unitario. Si è sempre cominciato da ciò che si era già acquisito – l'*acquis communautaire* – cercando di scrivere un nuovo capitolo della storia istituzionale dell'Unione, senza dimenticare il diritto che sta dietro. È l'approccio “*un passo alla volta*”, sintetizzabile col motto di Monnet, secondo

cui *“l’Europa si fa con le crisi”*<sup>214</sup>. In fondo, questa è stata la via seguita dall’Europa anche in risposta alla crisi di questi ultimi anni. Tutto sommato, le misure adottate in questi anni dalla Banca centrale europea e dalle altre istituzioni europee rappresentano una reazione positiva alla crisi, ma non sono sufficienti per correggere gli squilibri dell’attuale assetto di governance dell’Eurozona<sup>215</sup>.

Nella storia europea, accanto alla componente funzionalista alla Jean Monnet, da sempre è presente anche quella federalista alla Altiero Spinelli, che invece non ha mai rinunciato a indicare la necessità di un punto di arrivo, di un assetto finale: lo Stato federale<sup>216</sup>.

---

<sup>214</sup> L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall’Europa c’è un futuro per l’Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 68.

<sup>215</sup> Crisi di vario genere si sono susseguite nel lungo processo di costruzione europea. Ogni volta gli Stati membri si sono trovati impreparati a fronteggiare le conseguenze politiche, economiche e sociali di una crisi. Cionondimeno, ogni crisi è servita anche a innescare processi di riforma volti a creare nuovi strumenti e nuove procedure per affrontare le crisi future. Ogni crisi è stata pertanto un elemento doloroso ma necessario per la promozione di una maggiore integrazione europea. Nelle sue *Mémoires*, Monnet era consapevole che *“l’Europa sarà plasmata dalle crisi e diventerà la somma delle soluzioni adottate per fronteggiarle”*. Ed era anche certo che alla fine il processo di integrazione avrebbe portato alla creazione degli Stati Uniti d’Europa, ma si astenne dal cercare di stabilire in anticipo le tappe e i tempi di tale processo. Si veda, al riguardo, F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell’economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018, p. 117.

<sup>216</sup> Sulla necessità di andare oltre l’approccio funzionalista, Beniamino Caravita così argomenta: *“In verità, siamo in mezzo al guado: il metodo funzionalista ha dato il massimo che poteva, spingendo a mettere in comune un grandissimo numero di politiche settoriali, talmente grande da aver creato una situazione sostanzialmente irreversibile. La messa in comune della moneta è stato l’ultimo passo funzionalista. E in realtà è ancora largamente possibile agire all’interno del quadro istituzionale esistente, utilizzando le opportunità che offre la cooperazione rafforzata per realizzare una politica economica e di bilancio uniche”*. B. CARAVITA, *Il federalizing process europeo*, federalismi.it, n. 17 del 17 settembre 2014, pp. 19 - 20.

Sulla stessa lunghezza d’onda si pone Fabio Giglioni, il quale scrive: *“La via dell’approssimazione progressiva che ha sempre caratterizzato le riforme europee sembra in questo caso*

Gli eurobond non sono l'unico mezzo per raggiungere la finalità di un'unione politica. Ce ne sono altri: rafforzare il ruolo della BCE come prestatore di ultima istanza, completare l'unione bancaria, approfondire l'unione del mercato dei capitali, accentrare le politiche di bilancio. Gli eurobond hanno, però, il pregio di mettere insieme l'approccio funzionalista dei passi gradualisti con quello federalista di indicare la meta. In questo senso, la condivisione del debito, con l'eventuale creazione di un'Agenzia europea del debito, costituirebbe un embrione di Tesoro europeo, il primo vero nucleo di un futuro Stato federale, da affiancare alla Banca centrale europea.

Inoltre, benché fino ad oggi siano stati tenacemente osteggiati da alcuni Paesi come la Germania, gli eurobond avrebbero una valenza che di fatto va al di là della semplice tecnica finanziaria e si configurerebbero come un vero e proprio atto "costitutivo" di un futuro Stato europeo. La loro introduzione darebbe benefici a tutta l'Europa, anche alla Germania. Consentirebbero, infatti, di finanziare un consistente flusso di investimenti pubblici e di accrescere la formazione di capitale non solo fisico ma anche umano e, per questa via, di rilanciare una produttività per troppi anni stagnante, soprattutto in Italia.

Tuttavia, per introdurre gli eurobond, occorrerebbe superare la resistenza tedesca, la sua visione negativa del debito che affonda le proprie

---

*non più perseguibile e la ragione è data dalla trasformazione radicale dell'ordinamento europeo. Di fronte a cambiamenti tanto radicali non è più sufficiente procedere in via graduale, servono decisioni più nette la cui difficoltà da raggiungere è pari al rischio della definitiva cessazione della più straordinaria esperienza giuridica del ventesimo secolo". F. GIGLIONI, Riflessioni intorno alla crisi dell'Unione europea, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 3 del 2018, p. 348.*

radici nell'ordoliberalismo<sup>217</sup>. Nella lingua tedesca il termine “debito” si traduce con *Schuld*, che significa anche “colpa”, “peccato”: un approccio etico – più che economico – al problema del debito che non giova al dibattito. Il debito, oltre ad essere il rimedio per superare le fasi negative del ciclo, è anche scommessa sul futuro: un ponte ideale tra passato, presente e futuro<sup>218</sup>. L'aspetto cruciale del debito non si esaurisce nel suo ammontare, ma riguarda l'uso che se ne fa. Utilizzare il debito per aumentare lo stock di capitale fisico e umano, anziché spesa pubblica improduttiva, consentirebbe di accrescere la capacità del sistema di ripagare quel debito una volta giunto a scadenza e di sostenerne il servizio in termini di spesa per interessi. In ciò si sostanzia la qualità del debito e, in ultima analisi, la qualità delle istituzioni – nazionali ed europee – chiamate a gestire quel debito e a indirizzarlo verso finalità che siano davvero utili alla collettività in ambiti strategici come la difesa comune, la sicurezza interna, la ricerca, l'istruzione.

Dal canto suo, l'Italia deve fare la sua parte. Se vuole convincere i partner europei che la via della europeizzazione del debito è l'unica percorribile per salvare l'Eurozona, deve porre mano a un piano pluriennale

---

<sup>217</sup> A proposito della scuola ordolibérale di Friburgo, scrive Antonio Cantaro: “È stato l'ordoliberalismo a fornire, a partire dal secondo dopoguerra, l'infrastruttura ideologica, giuridica e politica per la costruzione dello Stato economico-governamentale prima in Germania e poi nello spazio europeo. Consapevoli che la legittimità storica dello Stato tedesco era stata definitivamente compromessa dall'avventura nazista, gli ordoliberalisti postulano che il nuovo Stato attinga il suo fondamento di legittimazione nel riconoscimento delle libertà economiche e in una funzione attiva di garanzia e disciplina di esse”. A. CANTARO, *Lo “Stato” europeo. La governance dell'Unione come potere economico-governamentale*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, fascicolo n. 2 del 2016 (16 maggio 2016), p. 8.

Sulla scuola ordolibérale si sofferma anche R. MICCÙ, *Economia e costituzione: una lettura della cultura giuspubblicistica tedesca*, in *Quaderni del pluralismo*, 1996.

<sup>218</sup> P. DE IOANNA, M. DEGNI, *Il vincolo stupido. Europa e Italia nella crisi dell'euro*, p. 27.

– serio e rigoroso – di aggiustamento del debito, basato su avanzi primari più sostenuti rispetto a quelli registrati negli ultimi anni, che riporti il debito a un livello più accettabile. Al di là, poi, delle regole europee e della possibile evoluzione dell'Eurozona in senso federale, resta – per il nostro Paese – l'esigenza ineludibile di rispettare il vincolo intertemporale di bilancio<sup>219</sup>, in un'epoca, come la nostra, caratterizzata dalla progressiva riduzione delle risorse pubbliche e dal contestuale allargamento dei bisogni sociali<sup>220</sup>.

Il problema del debito che oggi l'Europa si trova a dover affrontare è grosso modo il medesimo problema che si posero gli Stati Uniti all'inizio

---

<sup>219</sup> Al riguardo si segnala la rigorosa e lucida analisi di Lorenzo Forni in L. FORNI, *Nessun pasto è gratis. Perché politici ed economisti non vanno d'accordo*, Il Mulino, Bologna, 2019. Lorenzo Forni è intervenuto recentemente anche sul tema più specifico degli eurobond, auspicando un grande rilancio europeo degli investimenti. Scrive l'autore: "Un grande piano di investimenti green (giustamente definito da alcuni "green deal", in memoria del "new deal") finanziato in modo congiunto dai Paesi europei tramite l'emissione di eurobond sarebbe una delle risposte più forti che i leader continentali potrebbero offrire. Conosciamo l'avversione di alcuni Paesi agli eurobond. Per questo, oltre al "green deal", si potrebbe pensare a un "grand bargain", in cui l'avvio degli eurobond sia affiancato, su un arco temporale di medio termine, da una riduzione dei titoli sovrani nazionali detenuti dalle banche (che potrebbero invece acquistare eurobond). Questo potrebbe aprire la strada al completamento dell'unione bancaria. Programma ambizioso, certo. Ma chissà che non si sia aperta una finestra per dare spazio alle giuste ambizioni europee". L. FORNI, *Il rilancio europeo passa dagli investimenti*, Il Sole 24 Ore, 27 settembre 2019.

<sup>220</sup> Lasciamo la parola a Veronica De Romanis, che ha espresso il concetto in modo mirabile: "L'austerità – intesa come sobrietà nel modo di governare – è una risorsa preziosa per i cittadini. Può tradursi in un efficace esempio di educazione civica. Rafforza il capitale sociale formato da interesse e legami collettivi. Fa crescere un'amministrazione intelligente e consapevole. Tutela il territorio e valorizza il patrimonio culturale. Chi conosce il limite delle risorse ha infatti una maggiore consapevolezza assicurativa e diffida degli sprechi, ne stima la pericolosità. In sintesi, l'austerità è una dimostrazione di etica pubblica e di serietà nelle scelte di governo. Significa dire la verità sulle condizioni reali del paese e occuparsi dei più deboli, le vere vittime della propaganda e del conformismo. Non è allora una politica miope o ingiusta, bensì una scelta che coniuga al meglio responsabilità e solidarietà". V. DE ROMANIS, *L'austerità fa crescere. Quando il rigore è la soluzione*, Marsilio, Venezia, 2017, p. 157.

della loro storia, all'indomani della rivoluzione per la loro indipendenza dall'Inghilterra. All'epoca della Convenzione di Philadelphia, durante la discussione che si svolse tra i rappresentanti dei vari Stati per dar vita alle future istituzioni americane, Thomas Jefferson si chiedeva se i padri avessero il diritto di seppellire i figli sotto una montagna di debiti e, più in generale, se una generazione potesse contrarre debiti caricandoli sulle spalle delle generazioni successive<sup>221</sup>. Se Jefferson rispondeva che i successori sono “*per natura esenti dai debiti dei loro predecessori*”, James Madison riteneva, invece, che gli obblighi finanziari possono essere trasmessi da una generazione all'altra, purché gli obiettivi nazionali fondamentali siano raggiungibili solo sulla base di una divisione intertemporale dei benefici. Alla fine – per fortuna degli Stati Uniti – prevalse la posizione più lungimirante di Madison. Questa disputa sul debito – con la contrapposizione tra una visione di breve termine e una visione di lungo periodo – segnò il passaggio dalla dimensione confederale a quella federale degli Stati Uniti d'America<sup>222</sup>. L'auspicio, per chi scrive, è che il dibattito sul debito europeo possa condurre a uno Stato federale europeo, così come la discussione sul debito condusse alla fine del Settecento alla nascita degli Stati Uniti d'America.

---

<sup>221</sup> Nel 1787 cinquantacinque delegati provenienti dai tredici Stati americani si riunirono a Philadelphia per discutere degli articoli di quella che sarebbe stata la prima Costituzione della Confederazione americana. Per un approfondimento si rinvia a V. SABBATUCCI, V. VIDOTTO, *Storia contemporanea. L'Ottocento*, Laterza, Bari, 2018, p. 14.

<sup>222</sup> Questo episodio è raccontato da Raffaele Bifulco. Si veda R. BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, Rivista Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 5 giugno 2012 (n. 2 del 2012), pp. 1-2.

Alla luce delle considerazioni svolte, chi scrive ritiene che davvero gli eurobond possano spingere l'Eurozona verso una maggiore integrazione politico-istituzionale. L'analisi economica e giuridica può dare il proprio contributo alla comprensione della questione. Tuttavia, la scelta dei passi da compiere in concreto spetta alle leadership politiche europee, in quanto investite del consenso popolare. Il ricercatore può esporre gli effetti che derivano dall'adozione di una particolare misura o di uno specifico strumento. Oltre non può andare.

## BIBLIOGRAFIA

G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Giappichelli, Torino, 2013

A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Il Saggiatore, Milano, 2008

A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *Lo slancio perduto nell'economia*, Corriere della Sera, 20 aprile 2016

A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *Per una vera crescita non bastano le parole*, Corriere della Sera, 29 agosto 2016

ALESINA A., GIAVAZZI F., *Economia e nazioni. Le virtù dell'era globale*, Corriere della Sera, 25 gennaio 2017

A. ALESINA, C. FAVERO, F. GIAVAZZI F., *Austerità. Quando funziona e quando no*, Rizzoli, Milano, 2019

M. ALIFUOCO, P. GRANATA, E. RACCA, *Federalismo trapassato prossimo. Diario ragionato di dieci anni di riforme*, Guida Editore, Napoli, 2012

A. ALLEGRI, *Da 30 anni l'Italia non cambia. Ma l'era dei deficit è finita (intervista a Carlo Cottarelli)*, Il Giornale, 28 novembre 2017

A. ALVIANI, *No agli eurobond, neanche in un futuro lontano (intervista a Guido Westerwelle)*, La Stampa, 4 luglio 2012

G. AMATO, *Il costituzionalismo oltre i confini dello Stato*, in Rivista trimestrale diritto pubblico, n. 2 del 2013

G. AMATO, *La resistibile ascesa dell'antieuropeismo nel tempo delle generazioni di mezzo*, in Amministrazione in cammino, 31 ottobre 2018

G. AMATO, F. FORQUET, *Lezioni dalla crisi*, Laterza, Bari, 2013



- A.F. ARCELLI, A. FEDERICO (a cura di), *L'Europa nell'età dell'incertezza*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2019
- M. BAGELLA, *Euro: dalla crisi alla ripresa. La vita contrastata della moneta europea nei primi decenni del nuovo millennio*, Mondadori, Milano, 2015
- A. BAGLIONI, *Eurobond: le proposte sul tappeto*, lavoce.info, 26 agosto 2011
- A. BAGLIONI, *Gli eurobond secondo la Commissione*, lavoce.info, 23 novembre 2011
- A. BAGLIONI, U. CHERUBINI, *Eurobond senza costi per la Germania?*, lavoce.info, 11 ottobre 2011
- F. BALASSONE, S. CECCHETTI, M. CECIONI, M. CIOFFI, W. CORNACCHIA, F. CORNELI, G. SEMERARO, *Risk reduction and risk sharing in the governance of the euro area*, *Politica economica – Journal of economic policy*, n. 3 del dicembre 2016
- M. BALDASSARRI, *È inutile incolpare l'Europa se l'Italia ha smesso di crescere*, la Repubblica, 4 luglio 2019
- BANCA D'ITALIA, *Statistiche di finanza pubblica nei paesi dell'Unione europea*, 6 dicembre 2019
- BANCA D'ITALIA, *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Roma, 15 gennaio 2020
- T. BECK, D. GROS, D. SCHOENMARKER, *Eurobond? Meglio l'unione bancaria*, lavoce.info, 28 giugno 2012
- R. BEDA, *Per i superbond europei percorso sempre più in salita*, Il Sole 24 Ore, 17 maggio 2018
- S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012
- A. BERTINI, A. QUADRIO CURZIO, *Eurobond sintetici la via per uscire dal QE*, Il Sole 24 Ore, 30 marzo 2017

- C.M. BIANCA, *Istituzioni di diritto privato*, Giuffrè Editore, Milano, 2016
- R. BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, Rivista Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 5 giugno 2012 (n. 2 del 2012)
- R. BIN, G. PITRUZZELLA, *Diritto costituzionale*, Giappichelli, Torino, 2017
- L. BINI SMAGHI, *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, Il Mulino, Bologna, 2017
- L. BINI SMAGHI, M. MARCUSSEN, *Strengthening the euro area Architecture. A proposal for Purple bonds*, SUERF Policy Note, n. 35, maggio 2018
- O. BLANCHARD, F. GIAVAZZI, A. AMIGHINI, *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2016
- H. BLOCHLIGER, J. KANTOROWICZ, *The Coherence of the EU's Fiscal Constitution: An Empirical Assessment*, Politica economica - Journal of economic policy, n. 3 dicembre 2016
- A. BOITANI, *Project bond: maneggiare con cautela*, lavoce.info, 8 marzo 2011
- P. BOSI, *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino, Bologna, 2015
- S. BRETТА, A. BOTTA, *Tra tradizione federalista e rivisitazioni keynesiane: una nota in tema di eurobond*, Il Federalista, numero 1-2 del 2014
- G. BROSIO, *Equilibri instabili. Politica ed economia dei sistemi federali*, Bollati Boringhieri, Torino, 1994
- M. BRUNNERMEIER, S. LANGFIELD, M. PAGANO, R. REIS, S. VAN NIEUWERBURGH, D. VAYANOS, *ESBies: safety in the tranches*, Economic Policy, aprile 2017
- I. BUFACCHI, *Debito in eccesso, cura eurobond*, Il Sole 24 Ore, 8 luglio 2015

- I. BUFACCHI, *Ecco come si può tagliare il debito italiano (intervista a Maria Cannata)*, Il Sole 24 Ore, 8 marzo 2019
- M. CACCIARI, *Patria Europa*, L'Espresso, 19 maggio 2019
- I. CAZZI, *Il piano di Bruxelles sui bond comuni: un paniere di titoli di Stato nazionali*, Corriere della Sera, 22 maggio 2018
- A.M. CALAMIA, V. VIGIAK, *Diritto dell'Unione europea*, Giuffrè, Busto Arsizio (MI), 2017
- CAMERA DEI DEPUTATI – UFFICIO RAPPORTI CON L'UNIONE EUROPEA, *L'Unione bancaria e i mercati dei capitali*, Roma, 29 gennaio 2019
- M. CANNATA, *Mini-Bot o Ccf: la grande illusione*, lavoce.info, 29 maggio 2018
- M. CANNATA, *Nuove clausole per la crisi del debito: rischio circolo vizioso*, lavoce.info, 6 giugno 2018
- M. CANNATA, *Mini-Bot o Ccf: perché resta un'illusione*, lavoce.info, 11 giugno 2018
- A. CANTARO, *Lo "Stato" europeo. La governance dell'Unione come potere economico governamentale*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, fascicolo n. 2 del 16 maggio 2016
- S. CAPALDI, C. MANENTI, *Una proposta realistica di Eurobond*, Banca IMI, 8 settembre 2011
- B. CARAVITA, *Il federalizing process europeo*, federalismi.it, n. 17 del 17 settembre 2014
- F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, UTET, Milano, 2014
- F. CAPRIGLIONE, *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM, SRM*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2016

- F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea*, CEDAM, Padova, 2015
- S. CASSESE (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 2012
- S. CASSESE, *Territori e potere. Un nuovo ruolo per gli Stati?*, Il Mulino, Bologna, 2016
- S. CASSESE, *La democrazia e i suoi limiti*, Mondadori, Milano, 2017
- S. CASSESE, *L'Unione europea è il maggiore successo dell'ultimo mezzo secolo*, Il Foglio, 2 aprile 2019
- M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, Rivista italiana di diritto pubblico comparato, 19 aprile 2013
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco su crescita, competitività, occupazione*, 5 dicembre 1993
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond*, 23 novembre 2011
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco sul futuro dell'Europa. Riflessioni e scenari per l'UE a 27 verso il 2025*, 1° marzo 2017
- COMMISSIONE EUROPEA, *Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria*, 31 maggio 2017
- A. CRISMANI, *Il problema della gestione del debito pubblico*, in CADEDU L.C. (a cura di), *Il coordinamento dinamico della finanza pubblica*, Jovene, Napoli, 2011
- C. COTTARELLI, *La lista della spesa. La verità sulla spesa pubblica italiana e come si può tagliare*, Feltrinelli, Milano, 2015
- C. COTTARELLI, *Il macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Feltrinelli, Milano, 2016
- C. COTTARELLI, *Vivere in deficit fa male*, Il Foglio, 20 ottobre 2017

C. COTTARELLI, *Spread, l'alibi usato da chi vuole uscire dall'euro*, La Stampa, 10 giugno 2018

C. COTTARELLI, *Investimenti e il miracolo impossibile: alzare il Pil e tagliare il debito*, La Stampa, 22 giugno 2018

C. COTTARELLI, *I sette peccati capitali dell'economia italiana*, Feltrinelli, Milano, 2018

L. CUOCOLO, F. POLITI, *L'Unione Bancaria europea: problemi e prospettive aperte*, Diritto pubblico comparato ed europeo, n. 4 del 2018

M. DE CECCO, *Una strada obbligata*, Economia italiana, n. 2 del 2012

M. DE CECCO, *Il Paese-centro e gli altri. Come (non) funziona l'Unione monetaria e il futuro dell'euro*, Economia italiana, n. 3 del 2014

P. DE GRAUWE, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2016

P. DE GRAUWE, *Limiti del mercato. Da che parte oscilla il pendolo dell'economia?*, Il Mulino, Bologna, 2018

A. DE NICOLA, *Debito e politica catene dell'economia*, L'Espresso, 5 maggio 2016

G.M. DEL RE, *Così il Belgio ha domato il debito senz'austerità*, Avvenire, 27 aprile 2019

P. DE IOANNA, M. DEGNI, *Il vincolo stupido. Europa e Italia nella crisi dell'euro*, Castelvecchi, Roma, 2019

P. DE PASQUALE, *L'Unione europea e le nuove forme di integrazione*, Diritto pubblico comparato ed europeo, n. 3 del 2017

V. DE ROMANIS, *L'austerità fa crescere. Quando il rigore è la soluzione*, Marsilio, Venezia, 2017

- V. DE ROMANIS, *Perché è sbagliato continuare a dire “facciamo come il Giappone”*, Il Foglio, 2 aprile 2019
- V. DE ROMANIS, *L'idea di Tria di spingere la BCE a finanziare il debito è pericolosa*, Il Foglio, 24 maggio 2019
- C. DELL'ARRINGA, P. GUERRIERI, *Una nuova governance economica*, Il Sole 24 Ore, 23 maggio 2017
- J. DELORS, *Il coraggio degli eurobond per creare la Grande Europa*, Il Sole 24 Ore, 6 giugno 2012
- J. DELPLA, J. VON WEIZSÄCKER, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, Bruegel Policy Contribution, marzo 2011
- A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, Roma, gennaio 2013
- F. DI DONATO, *Crisi economica, sovranità statale e diritti sociali nell'era dell'austerità di bilancio e del neoliberalismo europeo*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, fascicolo n. 1 del 2017 (23 gennaio 2017)
- G. DI PLINIO, *Costituzione economica, costituzionalismo multilivello e leale conflittualità nel nuovo Senato (delle autonome)*, in *Diritti regionali, rivista di diritto delle autonomie territoriali*, 26 luglio 2016
- L. DONATELLI, *I nuovi vincoli di contabilità pubblica nella nuova governance economica europea: regole numeriche e procedure di enforcement tra livello unionale e livello interno*, Amministrazione in Cammino, 28 maggio 2013
- F. DONATI, *Crisi dell'euro, governance economica e democrazia nell'unione europea*, Associazione Italiana Costituzionalisti, 31 maggio 2013
- G. DOTTORI, *La visione di Trump. Obiettivi e strategie della nuova America*, Salerno Editrice, Roma, 2019
- M. DRAGHI, *Considerazioni finali*, Assemblea ordinaria dei partecipanti, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2011

M. DRAGHI, *L'Europa e le risposte ai cittadini*, Il Sole 24 Ore, 14 settembre 2016

M. DRAGHI, *All'Italia e al mondo serve sempre di più un'Europa politica*, Il Sole 24 Ore, 24 gennaio 2017

S. FABBRINI, *Sdoppiamento. Una prospettiva nuova per l'Europa*, Laterza, Bari, 2017

S. FABBRINI, *Per salvare l'Europa serve la via federale*, Il Sole 24 Ore, 17 marzo 2019

C. FAVERO, *Austerità, cosa insegna il modello Portogallo*, Il Fatto Quotidiano, 29 maggio 2019

S. FELTRI, *Populismo sovrano*, Einaudi, Torino, 2018

G. FERRAIUOLO, *I nazionalismi periferici dopo la Brexit*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, 25 giugno 2016 (n. 2 del 2016)

M. FERRERA, *Senza eurobond e con pochi fondi, siamo ancora a rischio choc*, Correre Economia, 30 luglio 2018

L. FORNI, *Nessun pasto è gratis. Perché politici ed economisti non vanno d'accordo*, Il Mulino, Bologna, 2019

L. FORNI, *Il rilancio europeo passa dagli investimenti*, Il Sole 24 Ore, 27 settembre 2019

M. FORTIS, A. QUADRIO CURZIO, *Riforme e investimenti. Europa e Italia*, Il Mulino, Bologna, 2017

M. FRANZINI, *Politica economica*, Egea, Milano, 2017

M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ (traduzione italiana di P. ELIA, G. PAVANI), *Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti*, UTET, Torino, 1979

- C. FUSI, *Trentottomila euro di debito per italiano. Un fardello senza peso: basta ignorarlo*, Il Dubbio, 27 marzo 2019
- F. GALLO, *Giustizia sociale e giustizia fiscale nella prospettiva dell'unificazione europea*, Dir. E Prat. Trib., n. 1 del 2014
- F. GALLO, *L'Europa sociale e l'Europa fiscale dopo il Trattato di Lisbona*, Dir. E Prat. Trib., n. 5 del 2016
- G. GENTILI, *L'elefante il coniglio e la lepre: ricordarsi di Einaudi*, Il Sole 24 Ore, 12 giugno 2019
- P. GIARDA, *Regioni e federalismo fiscale. La costruzione di un nuovo sistema di finanza regionale: un quadro preciso della situazione e alcune proposte di riforma*, Il Mulino, Bologna, 1995
- F. GIAVAZZI, *Protezionismo è la ricetta per il declino*, Corriere della Sera – Economia, 13 marzo 2017
- F. GIAVAZZI, *Il realismo che deve guidarci*, Corriere della Sera – Economia, 1° aprile 2019
- F. GIGLIONI, *Riflessioni intorno alla crisi dell'Unione europea*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 3 del 2018
- L. GIORDANO, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *The determinants of government yield spreads in the euro area*, CONSOB, Roma, Quaderni di finanza n. 71 ottobre 2012
- C. GORETTI, L. RIZZUTO, *La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio. Prime riflessioni*, Università Bocconi, Milano, agosto 2011
- A. GRAZIANI, S. VINCI, *Problemi e metodi di politica economica*, Liguori Editore, Napoli, 1992
- D. GROS, *Eurobond, lezioni americane*, lavoce.info, 2 luglio 2012
- G. GUARINO, *Verso una fase costituente nella Unione Europea*, Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, fascicolo n. 6 del 2009



P. GUERRIERI, *È fondamentale un cambio di passo in Italia e in Europa*, Economia italiana, n. 3 del 2014

P. GUERRIERI, *Il processo di integrazione europea: tra rilancio e frantumazione*, in L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016

J. HABERMAS, *L'Europa può vincere. Si può ancora fare politica contro le false idee sull'Europa*, La Repubblica, 28 ottobre 2017

D. IACOVONI, *Eurozone Sovereign Debt Crisis*, Roma, Lezione tenuta presso la Scuola Superiore di Economia e Finanze nell'ambito del Master in finanza pubblica per funzionari e dirigenti della pubblica amministrazione, 10 maggio 2013

J.C. JUNKER, G. TREMONTI, *E-bonds would end the crisis*, Financial Times, 5 dicembre 2010

P. KRUGMAN, *Europe's impossible dream*, International New York Times, 21 luglio 2015

A. LAWFORD, M. MAZZIERO, *La crisi economica e il macigno del debito*, Hoepli, Milano, 2018

M. LEONARDI, *La visione di Hamilton*, lavoce.info, 3 febbraio 2012

F. LENZI, *L'Eurobond è morto, viva l'Eurobond*, Econopoly de Il Sole 24 Ore, 3 aprile 2017

E. LETTA, *Contro venti e maree. Idee sull'Europa e sull'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2017

C. MAGRIS, *Io sono un europeo quindi voto*, Settimanale 7 del Corriere della Sera, 10 maggio 2019

G. MAMMARELLA, P. CACACE, *Storia e politica dell'Unione europea*, Laterza, Bari, 2008

- P. MANASSE, *My name is Bond, Eurobond*, lavoce.info, 17 dicembre 2010
- C. MANENTI, *Comunque Eurobond, con un cap o con un floor*, Intesa San Paolo Servizio Studi e Ricerche, 5 dicembre 2011
- T. MANN, *Moniti all'Europa*, Mondadori, Milano, 2017
- F. MATTASSOGLIO, *Dalla Banca d'Italia alla Banca centrale europea: come sono cambiate le modalità di finanziamento del debito pubblico*, Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, fascicolo n. 5 del 2016
- T. MARTINES, *Diritto costituzionale*, Giuffrè Editore, Milano, 2017
- N. MARZONA, *I (nuovi) confini della politica monetaria. Commento a CGUE, 11 dicembre 2018, Sezione Grande, C.493/17*, in *Amministrazione in cammino*, 8 aprile 2019
- M. MESSORI, *Gli Eurobonds e i debiti sovrani europei. Una proposta*, testo dell'intervento al seminario Astrid, tenutosi a Roma il 2 febbraio 2010
- R. MICCÙ, *Economia e costituzione: una lettura della cultura giuspubblicistica tedesca*, in *Quaderni del pluralismo*, 1996
- R. MICCÙ, *Proteggere la democrazia. Rinnovare il contratto sociale europeo*, federalismi.it, n. 3 del 2014 (5 febbraio 2014)
- M. MINENNA, *La moneta incompiuta. Il futuro dell'euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, Roma, 2016
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Ciampi a Via Venti Settembre*, Istituto Poligrafico Zecca dello Stato, Roma, 2017
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *La politica economica e di bilancio 2014-2018*, Roma, 2018
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE – DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Rapporto sul debito pubblico 2018*, Roma, 26 luglio 2019

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanze 2019*, 30 settembre 2019

T. MONACELLI, *Monetizzare il deficit è un'illusione pericolosa*, lavoce.info, 30 ottobre 2018

A. MONORCHIO, *Commento*, in V. TANZI, *Centocinquant'anni di finanza pubblica in Italia*, IBL Libri, Torino, 2012

M. MONTI, *Una nuova strategia per il mercato unico. Rapporto al Presidente della Commissione europea*, 9 maggio 2010

R. MUNDELL, *A Theory of Optimum Currency Areas*, American Economic Review n. 4, 1961

R. MUSGRAVE, *Finanza pubblica, equità, democrazia*, Il Mulino, Bologna, 1995

F. NINFOLE, *Ecco i bond sovrani cartolarizzati*, Milano Finanza, 15 maggio 2018

S. NISTICÒ, *Sembra facile cancellare il debito, ma la storia dice di no*, lavoce.info, 5 giugno 2018

W. E. OATES, *Fiscal Federalism*, Harcourt Brace Jovanovich Inc., New York, 1972

M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, il Mulino, Bologna, 2008

M. ONADO, *Ultima chiamata per salvare l'Euro?*, Economia italiana, n. 1 del 2013

J. OTTAVIANI, *All'Europa serve un Erasmus più grande e inclusivo*, Internazionale, 3 aprile 2019

P.C. PADOAN, *Così cambieremo il governo della Ue*, La Repubblica, 11 giugno 2015

P.C. PADOAN, *Couldn't Europe bail out the jobseekers?*, The Guardian, 11 giugno 2015

P.C. PADOAN, *Il sentiero stretto... e oltre*, Il Mulino, Bologna, 2019

A. PADOA-SCHIOPPA, *Verso la federazione europea? Tappe e svolte di un lungo cammino*, Il Mulino, Bologna, 2014

T. PADOA-SCHIOPPA, *L' euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*, Il Mulino, Bologna, 2004

T. PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta*, Il Mulino, Bologna, 2009

L. PAGANETTO (a cura di), *Crisi dell'Eurozona: serve un ministro delle finanze?*, Eurolink, Roma, 2016

M. PAGANO, *Perché servono gli European Safe Bond*, lavoce.info, 1° giugno 2017

F. PANUNZI, *Ciò che unisce i populismi di destra e di sinistra*, lavoce.info, 27 marzo 2018

P. PARIS, C. WYPLOSZ, *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, Centre for Economic Policy Research, gennaio 2014

M. PATRONO, *Europa. Il tempo delle scelte*, Libreriauniversitaria, Padova, 2018

M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2016

G. PENNISI, *Per convincere Berlino sugli eurobonds viriamoli alla crescita*, Il Foglio, 24 agosto 2011

G. PENNISI, *I due volti degli eurobond*, Il Velino, 29 maggio 2012

G. PERASSO, *Perché gli eurobond non sono la soluzione*, lavoce.info, 1° giugno 2012

R. PEREZ, *L'azione finanziaria europea nel tempo della crisi*, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, fascicolo n. 5, 2011

R. PEROTTI, *Per la ripresa non ci sono scorciatoie*, lavoce.info.it, 12 settembre 2014

R. PEROTTI, *Status quo. Perché in Italia è così difficile cambiare le cose (e come cominciare a farlo)*, Feltrinelli, Milano, 2016

R. PEROTTI, *L'economia di Fantasyland*, La Repubblica, 17 maggio 2018

R. PEROTTI, *Una proposta paracadute per il debito pubblico*, lavoce.info, 22 giugno 2018

T. PIKETTY, *La politica della zona euro deve essere più democratica*, La Stampa, 16 febbraio 2017

C. PINELLI, *Alla ricerca dell'autenticità perduta. Identità e differenze nei discorsi e nei progetti d'Europa*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2017

G. PITRUZZELLA, *La costituzione economica europea: un mercato regolato e corretto, nulla a che vedere con il fondamentalismo di mercato*, federalismi.it, 1° agosto 2018

A. PIRA, *Ecco i surrogati degli eurobond*, Milano Finanza, 22 giugno 2017

R. PRODI, *Unione sempre più debole e divisa. Ora l'obbligo è quello di reagire*, La Stampa, 23 marzo 2017

R. PRODI, A. QUADRIO CURZIO, *EuroUnionBond per la nuova Europa*, Il Sole 24 Ore, 23 agosto 2011

A. QUADRIO CURZIO, *On the Different Types of Eurobonds*, Economia Politica, n. 3 del dicembre 2011

A. QUADRIO CURZIO, *Riaprire il cantiere eurobond*, Il Sole 24 Ore, 24 giugno 2014

A. QUADRIO CURZIO, *Il bazooka può creare l'embrione degli eurobond*, Il Sole 24 Ore, 24 gennaio 2015

- A. QUADRIO CURZIO, *Eurobond per battere l'Europa dell'ambiguità*, Il Sole 24 Ore, 14 febbraio 2016
- A. QUADRIO CURZIO, *La strada giusta degli eurobond sintetici*, Il Sole 24 Ore, 28 gennaio 2017
- A. REPOSO, *Sovranità*, Associazione Italiana dei Costituzionalisti – Osservatorio costituzionale, gennaio 2015
- G.U. RESCIGNO, *Moneta e Stato*, Diritto Pubblico, n. 2 del 2017
- M. RIVA, *Il paradosso dell'Unione*, La Repubblica, 24 gennaio 2017
- D. RODRIK, *La globalizzazione intelligente*, Laterza, Bari, 2015
- D. RODRIK, *Dire tutta la verità sul commercio globale*, Einaudi, Torino, 2019
- B. ROMANO, *Per i “superbond” europei percorso sempre più in salita*, Il Sole 24 Ore, 10 maggio 2018
- S. ROSSI, *Europa: dall'unione monetaria all'unione economica e oltre*, Banca d'Italia, 14 giugno 2017
- S. ROSSI, *La (falsa) idea di poter crescere facendo debiti*, Corriere della Sera, 5 giugno 2019
- S. SABATINI, *Il debito pubblico e la resilienza dell'Italia*, Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2018
- G. SABBATUCCI, V. VIDOTTO, *Storia contemporanea. L'Ottocento*, Laterza, Bari, 2018
- G. SABBATUCCI, V. VIDOTTO, *Storia contemporanea. Il Novecento*, Laterza, Bari, 2018
- F. SACCOMANNI, *L'Italia e la riforma della governance economica europea*, Istituto Affari Internazionali, 4 marzo 2016

- F. SACCOMANNI, *Crepe nel sistema. La frantumazione dell'economia globale*, Il Mulino, Bologna, 2018
- T. SALVINO, *L'apertura delle Costituzioni degli Stati membri dell'UE al diritto comunitario e a quello internazionale. Un confronto tra Est e Ovest d'Europa*, Giappichelli, Torino, 2017
- M. SARCINELLI, *Perché l'Unione bancaria europea?*, Economia italiana, n. 1 del 2013
- A. SATTA, *Per gli eurobond serve fiducia (intervista a Pier Carlo Padoan)*, Milano Finanza, 1° marzo 2019
- P. SAVONA, *Come collegare stabilità e crescita*, Milano Finanza, 28 febbraio 2019
- M. SEPE, *Supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 3 del 2018
- SERVIZIO DEL BILANCIO DEL SENATO, *La governance economica europea*, [www.senato.it](http://www.senato.it), giugno 2013
- D. SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla "neutralizzazione" dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, fascicolo n. 1 del 2016
- D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, Banca Borsa Titoli di Credito, fascicolo n. 4 del 2016
- D. SICLARI, G. LO CONTE, *Finanza pubblica*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, CEDAM, Padova, 2016
- J. STIGLITZ, *L'euro. Come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino, 2017
- G. TABELLINI, *Contro il negazionismo economico*, [lavoce.info](http://lavoce.info), 30 marzo 2018
- G. TABELLINI, *Occhio: la nuova Eurozona offre all'Italia più rischi che benefici*, Il Sole 24 Ore, 22 giugno 2018

- G. TABELLINI, *Appello per un cambiamento al governo*, Il Foglio, 29 marzo 2019
- G. TABELLINI, F. TREBBI, *Cittadini europei e Stati nazione*, Il Sole 24 Ore, 7 maggio 2017
- V. TANZI, *Centocinquant'anni di finanza pubblica in Italia*, IBL Libri, Torino, 2012
- V. TANZI, *Le tasse non fanno bene alla crescita (almeno in Italia). Ma non ci sono scorciatoie per abbassarle*, Il Foglio, 24 maggio 2017
- V. TANZI, *Ossessione debito*, Il Foglio, 8 giugno 2016
- V. TANZI, *Italica. L'unificazione difficile tra ideali e realtà*, Schena Editore, Fasano (BR), 2018
- V. TANZI, *Se l'America non è un buon esempio di federalismo*, lavoce.info, 4 dicembre 2018.
- A. TERZI, *Quanta confusione su Omt, Qe e tassi di cambio*, lavoce.info, 20 luglio 2018
- A. TERZI, *Euro, l'alibi perfetto dei governi nazionali*, lavoce.info, 14 dicembre 2018
- THE ECONOMIST, *Not Enough Europe. European institutions have become part of the problem they were designed to solve*, The Economist, 18 gennaio 2017
- F. TIMPANO, A.F. ARCELLI (a cura di), *L'unione bancaria europea: è sufficiente per stabilizzare l'Eurozona?*, Atti della nona "Lezione Mario Arcelli", Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2013
- G. TONIOLO, *Perché serve un impegno dei partiti sul debito*, Il Sole 24 Ore, 30 novembre 2017
- A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Cedam, Padova, 1992



G. TREMONTI, *Cosa è andato storto in Europa*, in A.F. ARCELLI, A. FEDERICO (a cura di), *L'Europa nell'età dell'incertezza*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli (CZ), 2019

G. TURANI, *Conti pubblici, gli interessi sono una mina*, *Quotidiano Nazionale - Economia e Lavoro*, 23 ottobre 2017

UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO, *L'evoluzione del debito pubblico in rapporto al Pil in Italia e nei maggiori Paesi*, 16 maggio 2017

I. VISCO, *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, intervento tenuto all'Università dell'Aquila l'8 marzo 2011

I. VISCO (intervista a), *Il futuro della moneta senza Stato*, Aspenia, 9 giugno 2014

I. VISCO, *Perché i tempi stanno cambiando*, Il Mulino, Bologna, 2015

I. VISCO, *Considerazioni finali del Governatore del 31 maggio 2017*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2017

I. VISCO, *Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia al 63° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 21 settembre 2017

I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Il Mulino, Bologna, 2018

I. VISCO, *Considerazioni finali*, Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2019

V. VISCO, *Come salvarsi dalla deflazione*, *Corriere della Sera*, 13 luglio 2010

V. VISCO, *Crisi, come non far pagare soltanto la gente comune*, *l'Unità*, 24 luglio 2010

V. VISCO, *Dopo la crisi: riflessioni e prospettive*, *Italianieuropei*, 10 novembre 2010

V. VISCO, *Dalla spirale debito-crisi si esce con decisioni condivise da tutti*, *l'Unità*, 17 novembre 2010

- V. VISCO, *Il salvagente per crescere*, Il Sole 24 Ore, 26 febbraio 2011
- V. VISCO, *Un fondo Ue per l'extra-debito*, Il Sole 24 Ore, 18 aprile 2011
- V. VISCO, *Eurobond per la crisi del debito*, Il Sole 24 Ore, 28 giugno 2011
- V. VISCO, *Gli eurobond? I conti tornano*, Il Sole 24 Ore, 16 luglio 2011
- V. VISCO, *Eurobond utili anche ai virtuosi*, Il Sole 24 Ore, 16 aprile 2012
- V. VISCO, *Mettere in comune i debiti degli Stati: per uscire dalla crisi la soluzione è questa*, l'Unità, 17 maggio 2012
- V. VISCO, *Debiti, crisi finanziaria ed Eurobond*, in S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012
- V. VISCO, *Nove proposte per l'economia*, la Repubblica, 27 aprile 2016
- V. VISCO, *Una politica alternativa è già possibile*, Il Sole 24 Ore, 28 marzo 2017
- M. YOURCENAR, *Memorie di Adriano*, Einaudi, Torino, 1988
- L. ZINGALES, *L'euro? Una creatura politica*, Il Sole 24 Ore, 16 maggio 2016
- J. ZILLER, *Le basi giuridiche per un debito pubblico europeo*, S. BERETTA, F. OSCULATI (a cura di), *Verso un debito pubblico europeo?*, Rubbettino, Soveria Mannelli (CZ), 2012