

L' Eurozona nella percezione della Germania

Francesco Farina
Università di Siena

Workshop Cattedra J.Monnet
Siena, 7 marzo 2016

Spread dei titoli pubblici decennali rispetto al Bund

CHART 12 - DEVELOPMENT OF BENCHMARK GOVERNMENT BOND YIELDS OF EURO-AREA COUNTRIES (10 YEAR BONDS)

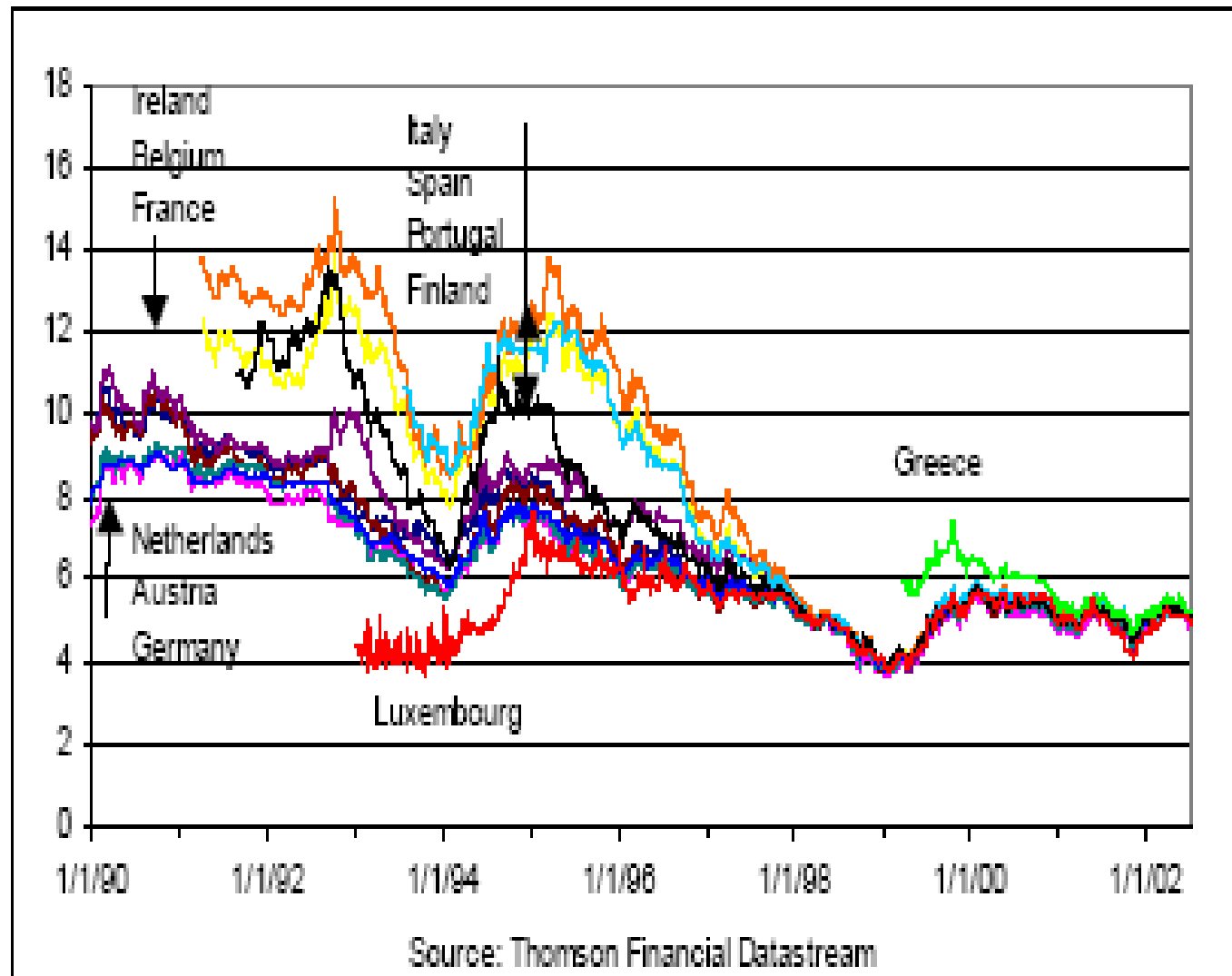
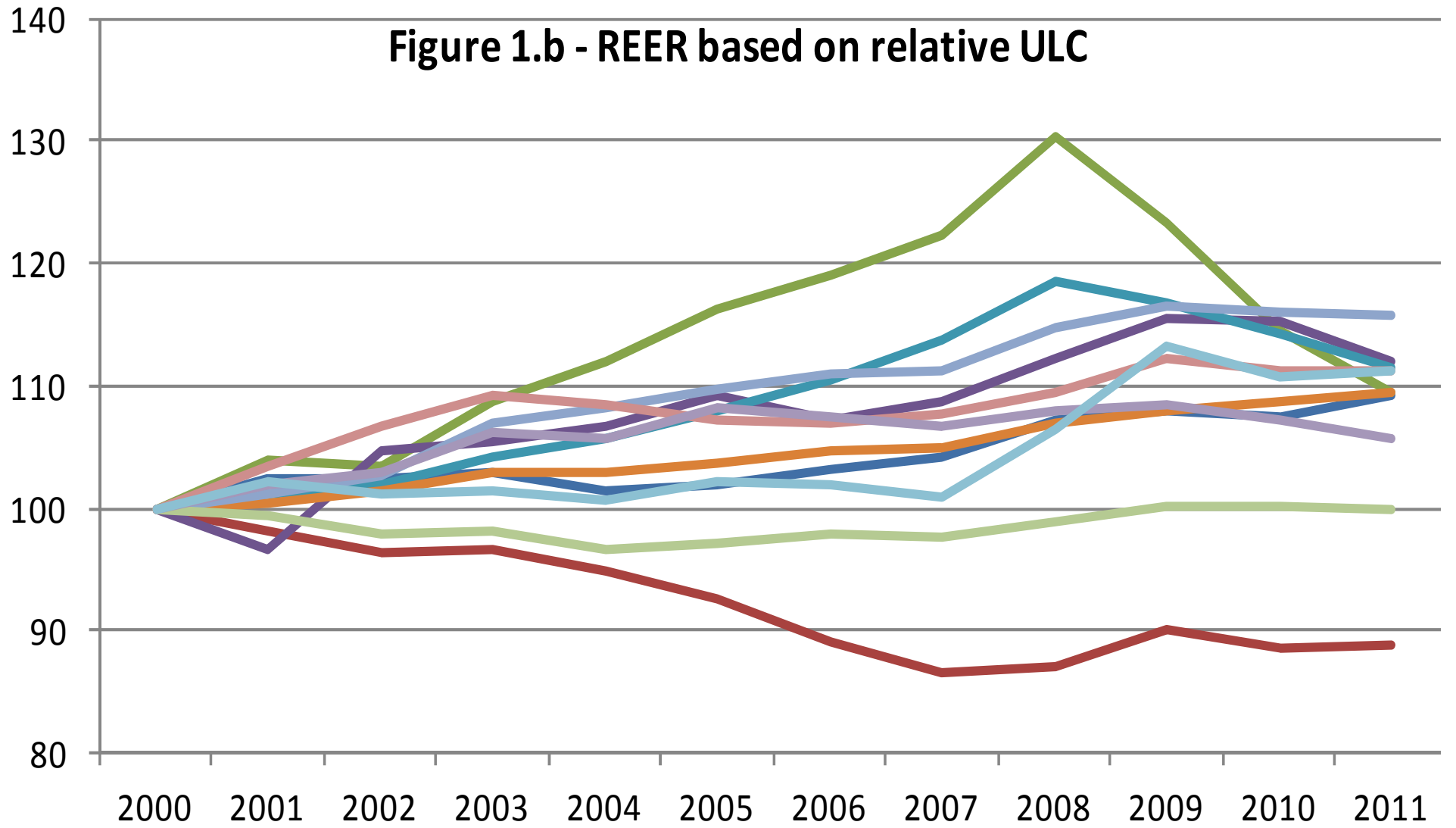
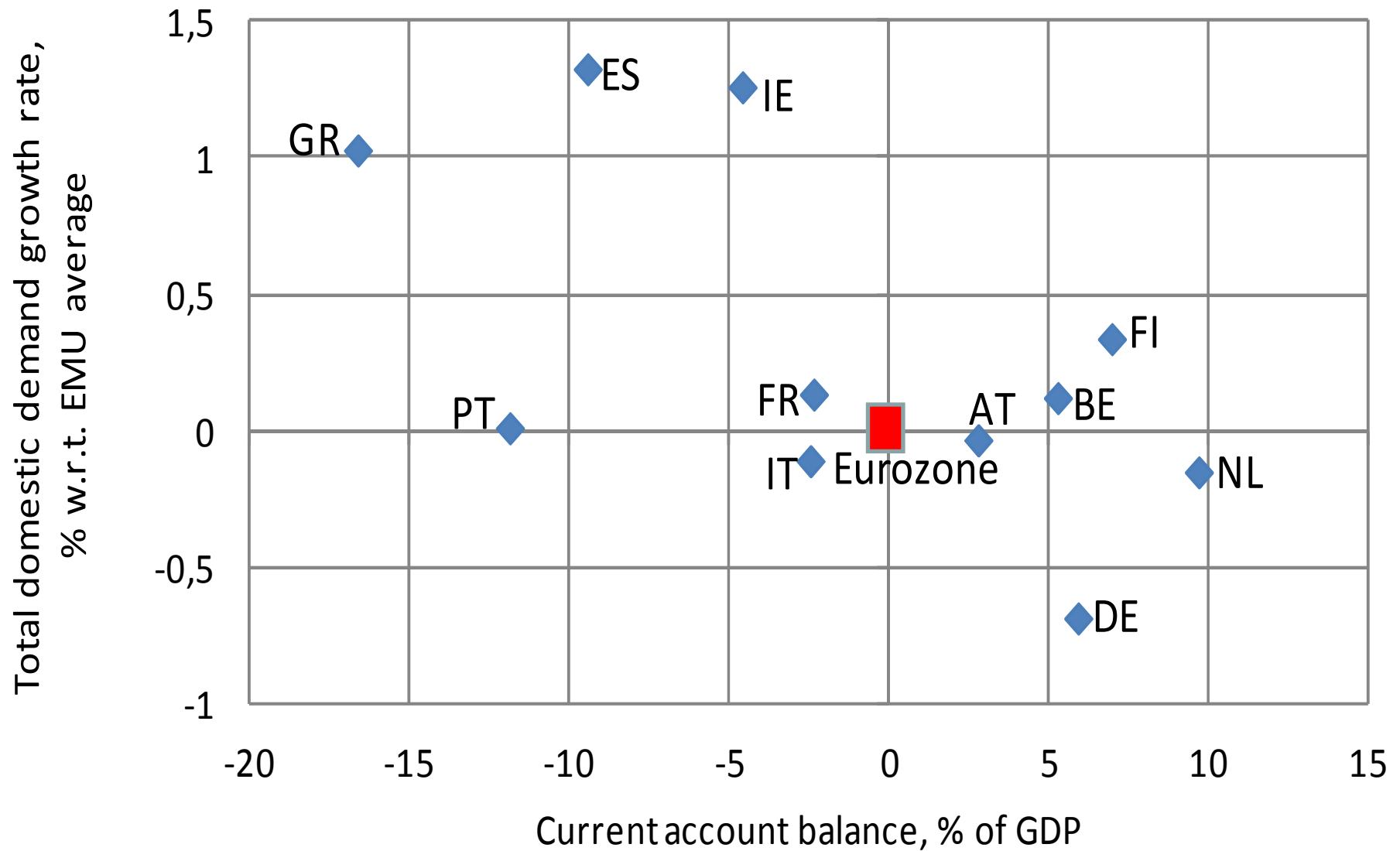


Figure 1.b - REER based on relative ULC



- Belgium
- Germany
- Ireland
- Greece
- Spain
- France
- Italy
- Netherlands
- Austria
- Portugal
- Finland

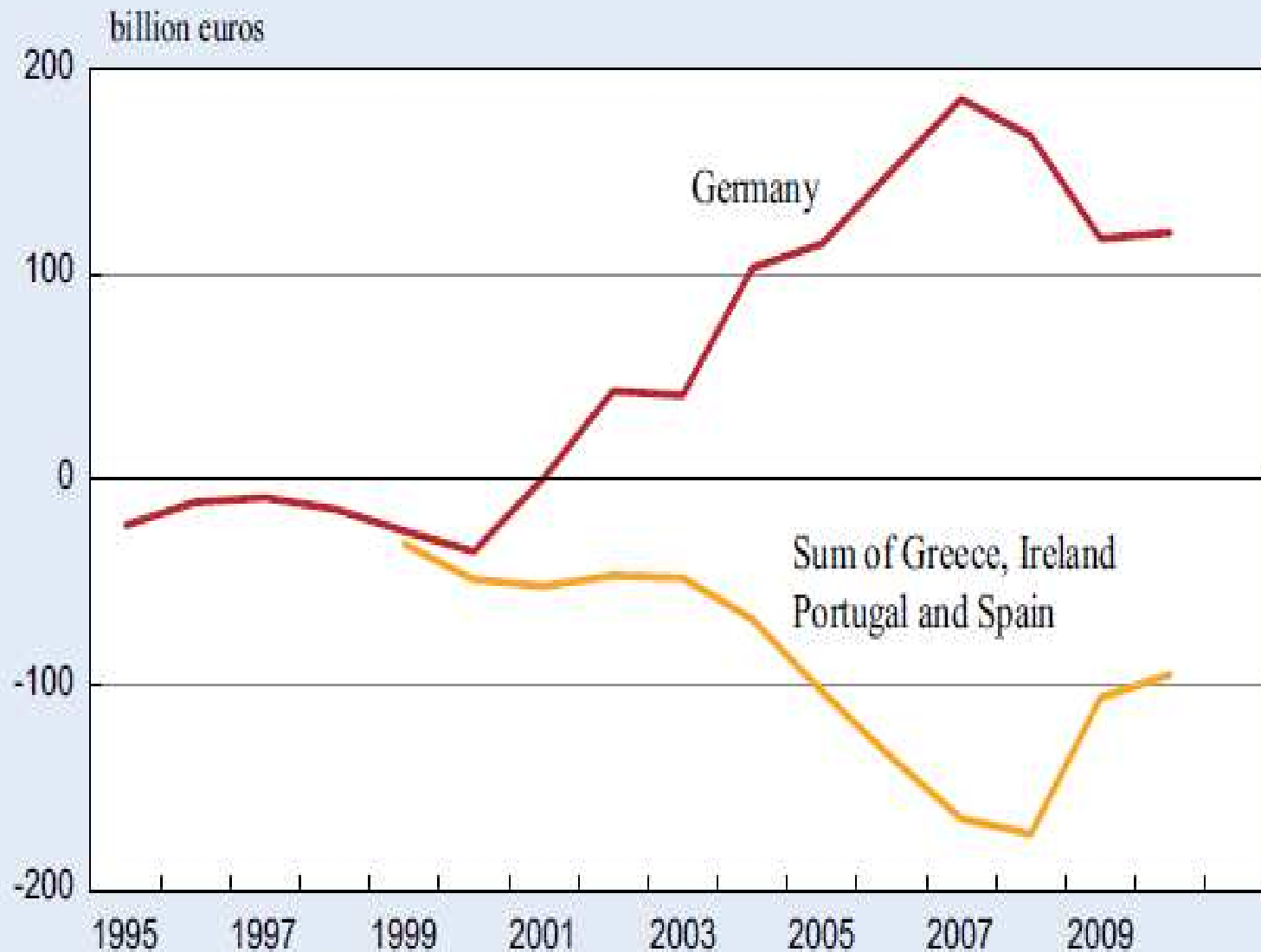
Figure 1c- Domestic demand and current account
(average 2002-2007)



1 prices.

its euro
Germany
al depre-
cent – its
lopment
y those
) in the
e to the
indeed,
ciated by

Net capital exports = current account balance



Note: No data published for Ireland and Spain until 1998.

Source: Eurostat, Database, Economy and Finance, Balance of payments - International transactions, Balance of payments by country, 13 December 2010, Ifo Institute calculations.

Percentuali titoli Periferia nei portafogli banche Centro

	1999	2003	2007	2012
Austria	23%	27%	35%	25%
Belgium	26%	33%	31%	36%
Finland	20%	15%	n.a.	n.a.
France	41%	44%	50%	38%
Germany	36%	38%	79%	39%
Netherlands	30%	34%	39%	22%
Total Core	34%	37%	46%	35%

Source: own computation on BIS statistical Annexes

Greek public debt in the Eurozone

(Billions of USD)

	Banks	Mutual Funds	Pension and Other Funds
Greece	55		38
France	24	26	4
Germany	25	8	3
Italy	7	11	8
Belgium	9	3	7
Netherlands	8	3	9
Luxembourg	8		12
Britain	11		1
Austria	5	3	

Spreads

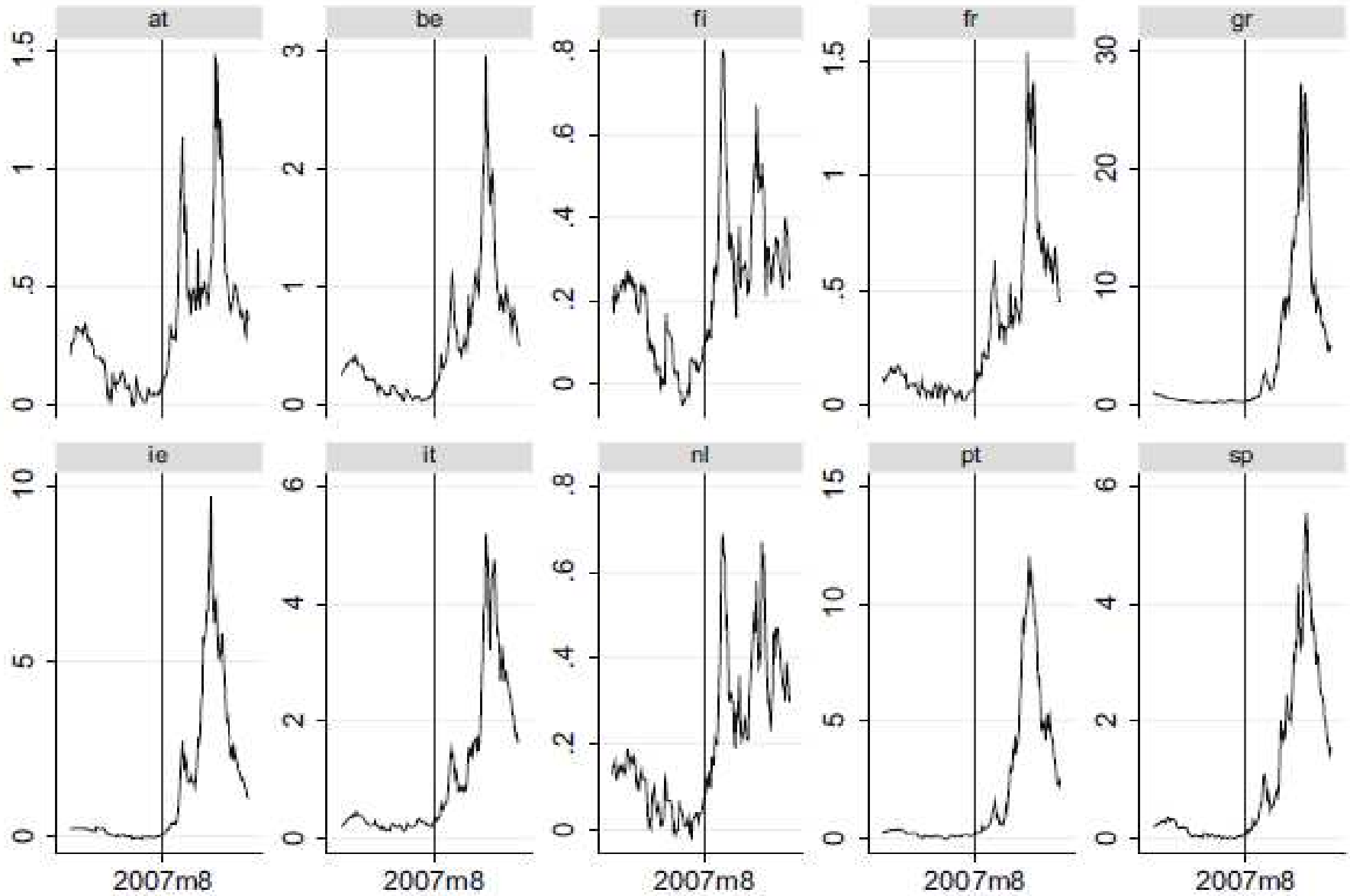
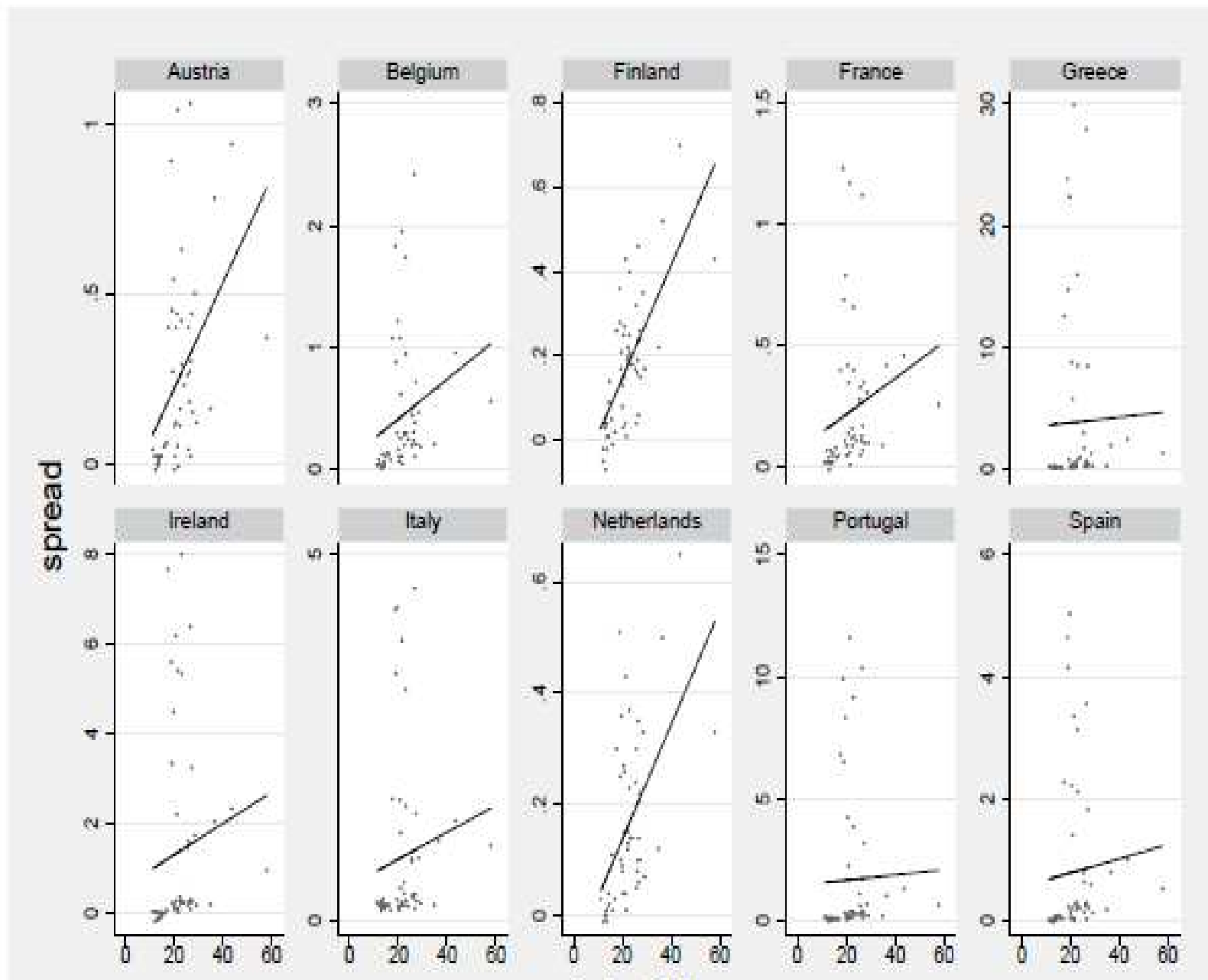


Figure 2: Spreads and S&P 500 Index of US stock volatility



L'arrivo della crisi nell'Eurozona

1. Unione monetaria → divergenza reale
2. Diversificazione di portafoglio cross-border non riduce ma aumenta rischio di contagio fra paesi.
 - Crisi finanziaria → aumento dell'avversione al rischio nei mercati → + spread paesi EZ. Però:
 - Centro: + incertezza → + spread (contagio US)
Periferia: + spread per peggioramento credibilità deficit pubblico e deficit commerciale.

Perché l'Eurozona non va?

Mancata convergenza reale Periferia.

Crisi: mutua esposizione di banche e governi all'altrui rischio di default.

Può un processo di integrazione fra partner a diverso grado di efficienza basarsi solo su mercato e euro?

Non era sbagliata l'unione monetaria, ma il disegno istituzionale.

Disegno istituzionale fragile

BCE: Statuto che obbliga a perseguire solo la stabilità monetaria e vieta il bail-out dei governi

Vincoli fiscali impediscono politiche anticicliche.

Assenza mutua condivisione dei rischi di cadute del reddito (Unione fiscale)

Dato il nesso banche-governi, sistemi bancari privi di una BCE “prestatrice di ultima istanza” perdono di credibilità nei mercati

(Unione Bancaria)

Il disegno tedesco

Euro come occasione di crescita di competitività per l'industria tedesca.

Globalizzazione finanziaria come *discipline device* che priva di autonomia e flessibilità di politica economica gli altri membri EZ.

L'interesse nazionale viene perseguito da Berlino al di fuori di ogni vincolo di cooperazione fra i paesi membri dell'Unione.

“Responsabilità nazionale”

Sottovalutazione delle interdipendenze create dall'UME da parte di Berlino e Bruxelles.

1. Interconnessioni finanziarie propagano shock. Gli shock si trasmettono, rendendo poco affidabili anche paesi con deficit sostenibili.
2. Sottostima della perdita degli strumenti di politica economica:
Crisi: Moltiplicatore fiscale → forte caduta PIL
Austerità: ha aggravato la caduta della domanda.

L'ordoliberalismo

Liberismo: sottomettere la politica all'economia
“affamando” lo Stato Leviatano.

Ordoliberalismo: Economia non è ordine spontaneo,
occorre subordinarla alla regolazione giuridica, al fine
di impedire distorsioni di mercato e legare gli obiettivi
economici agli interessi statuali nazionali.

Ciascuno Stato deve creare le condizioni necessarie
all'efficienza economica del proprio sistema-paese,
senza contare sull'“Europa”.

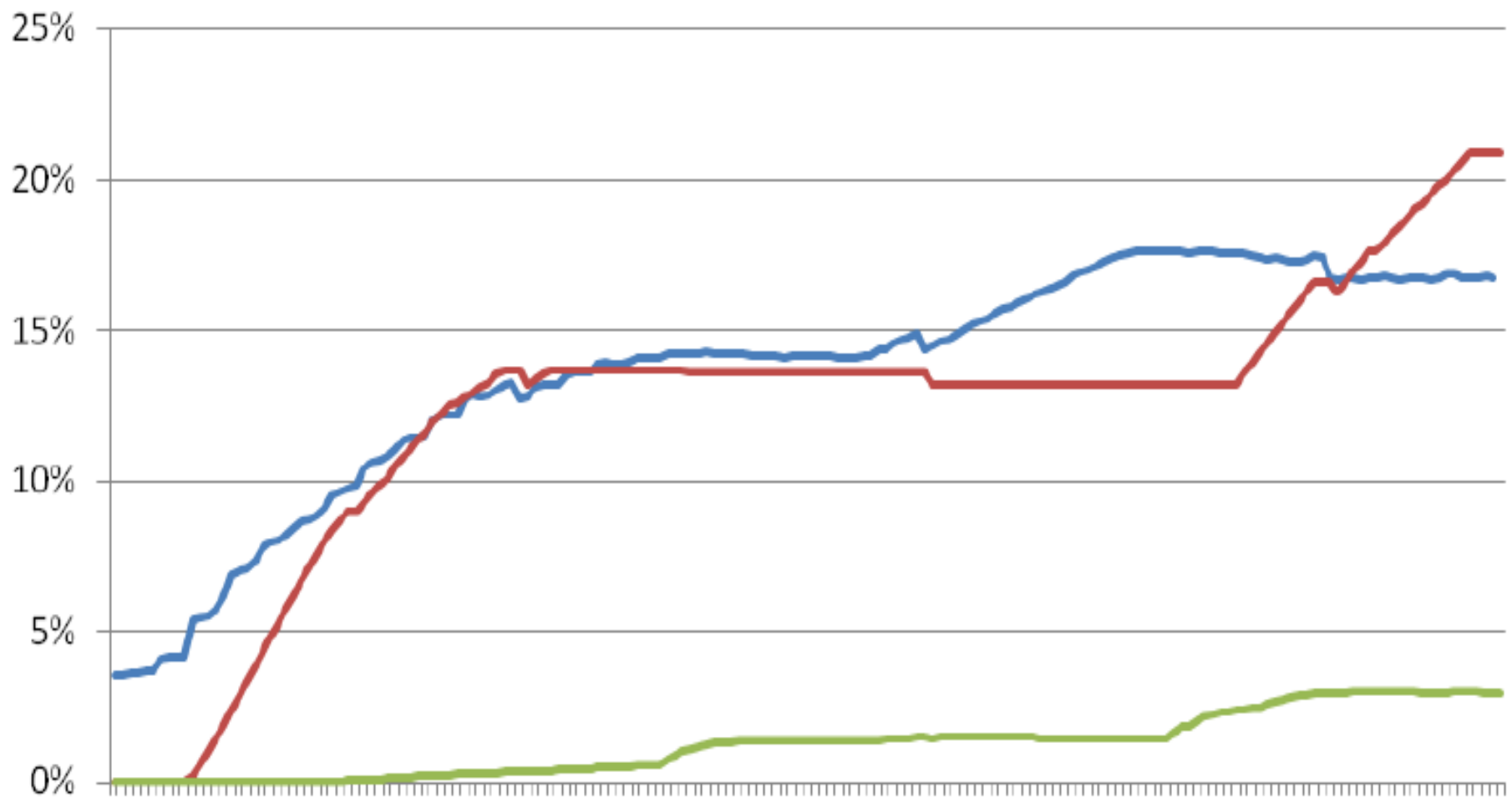
Mercato unico concepito come “integrazione negativa”.
Poteri Unione Europea. “sottodeterminati” rispetto
all'ordinamento giuridico tedesco

Responsabilità o interesse nazionale?

La Germania protegge le banche tedesche: aiuti alla Grecia per garantirne la solvibilità, ***bail-in*** azioni e titoli subordinati dopo avere dato aiuti di stato; subordina l'assicurazione depositi alla condizione che le banche riportino in bilancio un prezzo dei titoli in portafoglio comprensivo di un premio per il rischio e/o fissino una quota limite basata sulla rischiosità dei titoli del paese. E critica il QE in quanto ridurrebbe l'incentivo al risanamento fiscale.

Ma in US e UK il QE è servito a finanziare l'aumento della spesa pubblica.

FED BoE ECB



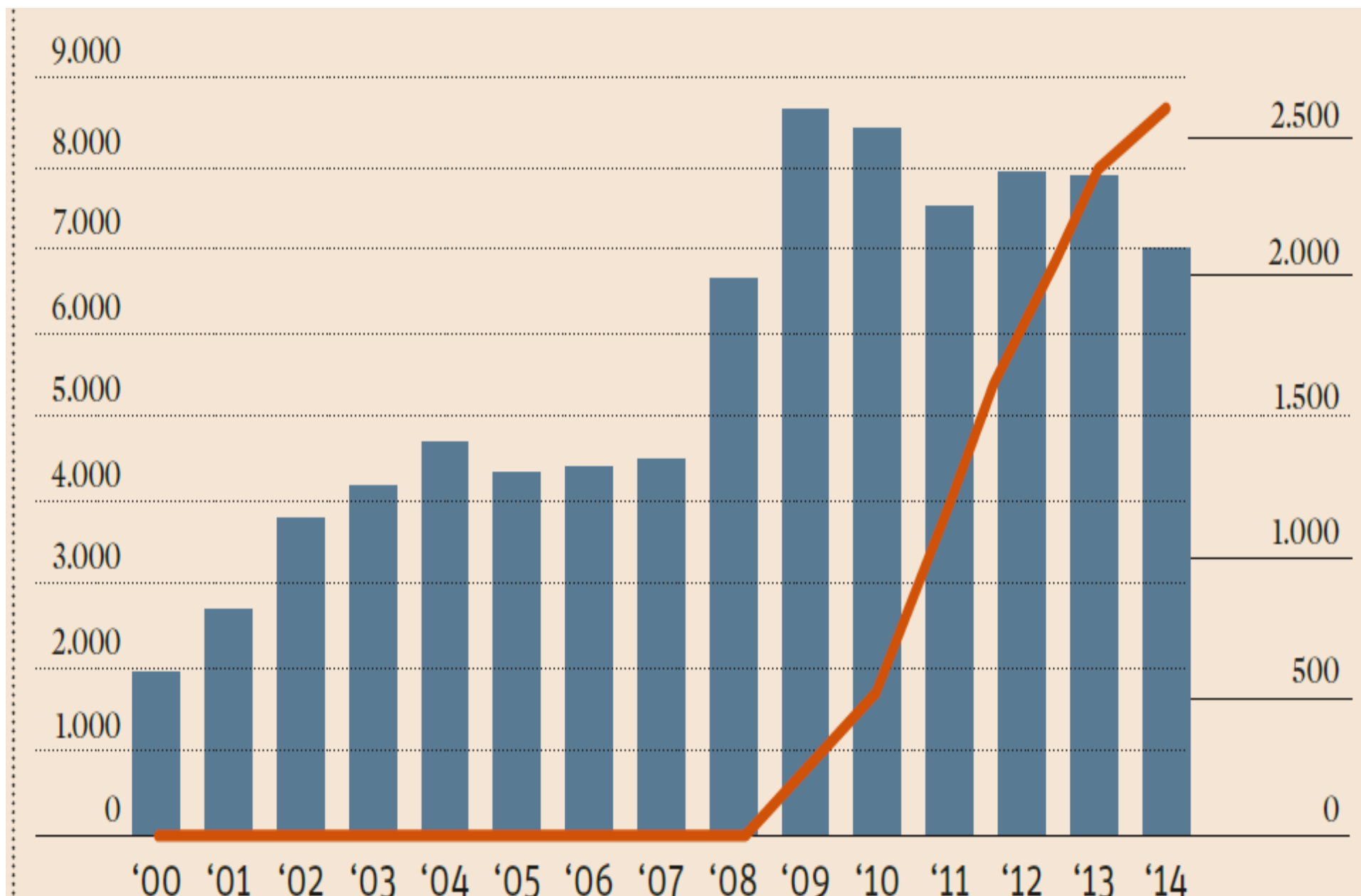
1.1 5.3 7.5 9.7 10.9 12.11 14.1 18.3 20.5 22.7 23.9 25.11 27.1 31.3 2.6 4.8 6.8 8.12 9.2 12.4

2009 2010 2011 2012

Emissioni Tesoro USA

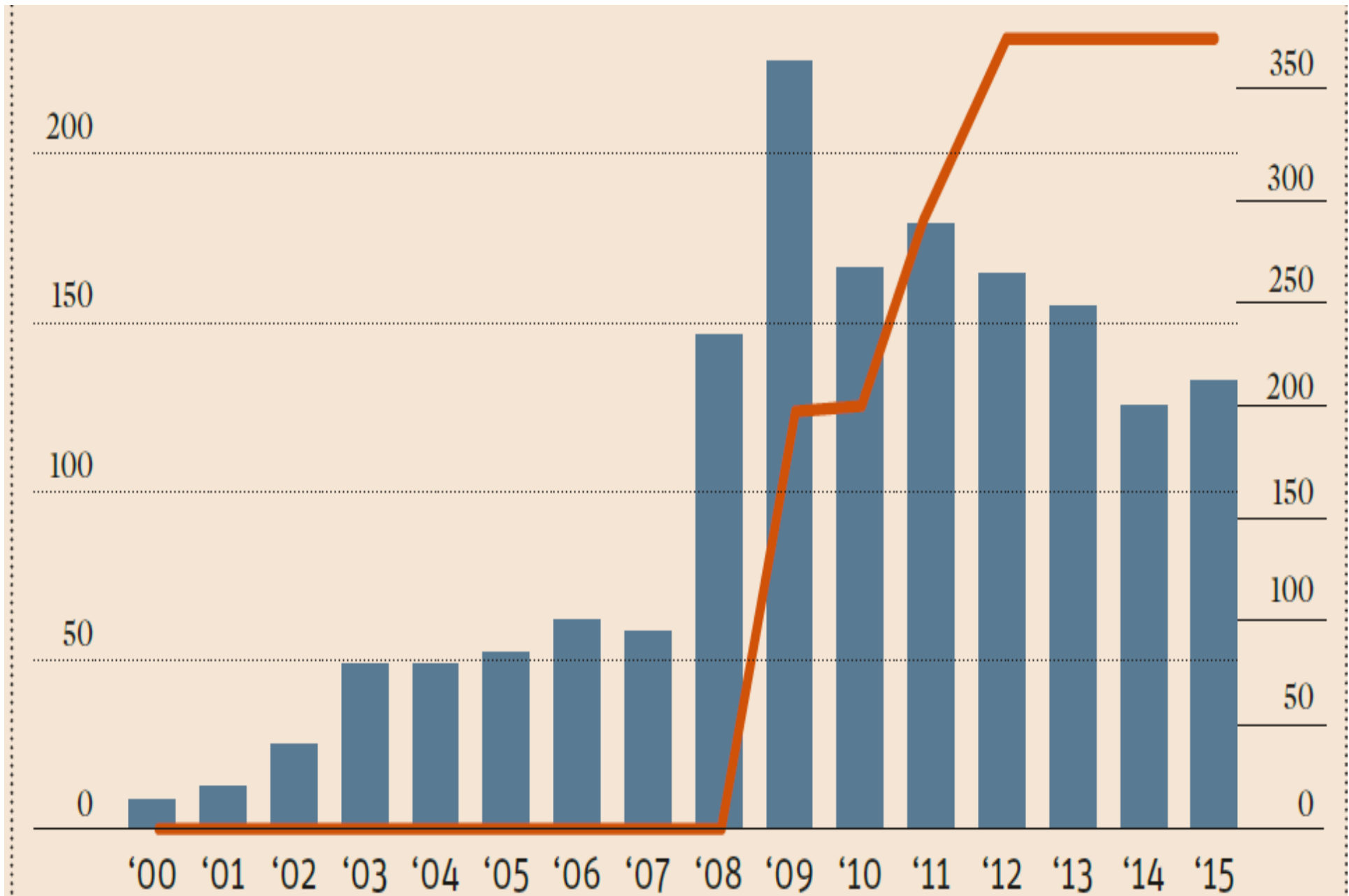
(md di dollari)

Acquisti Fed

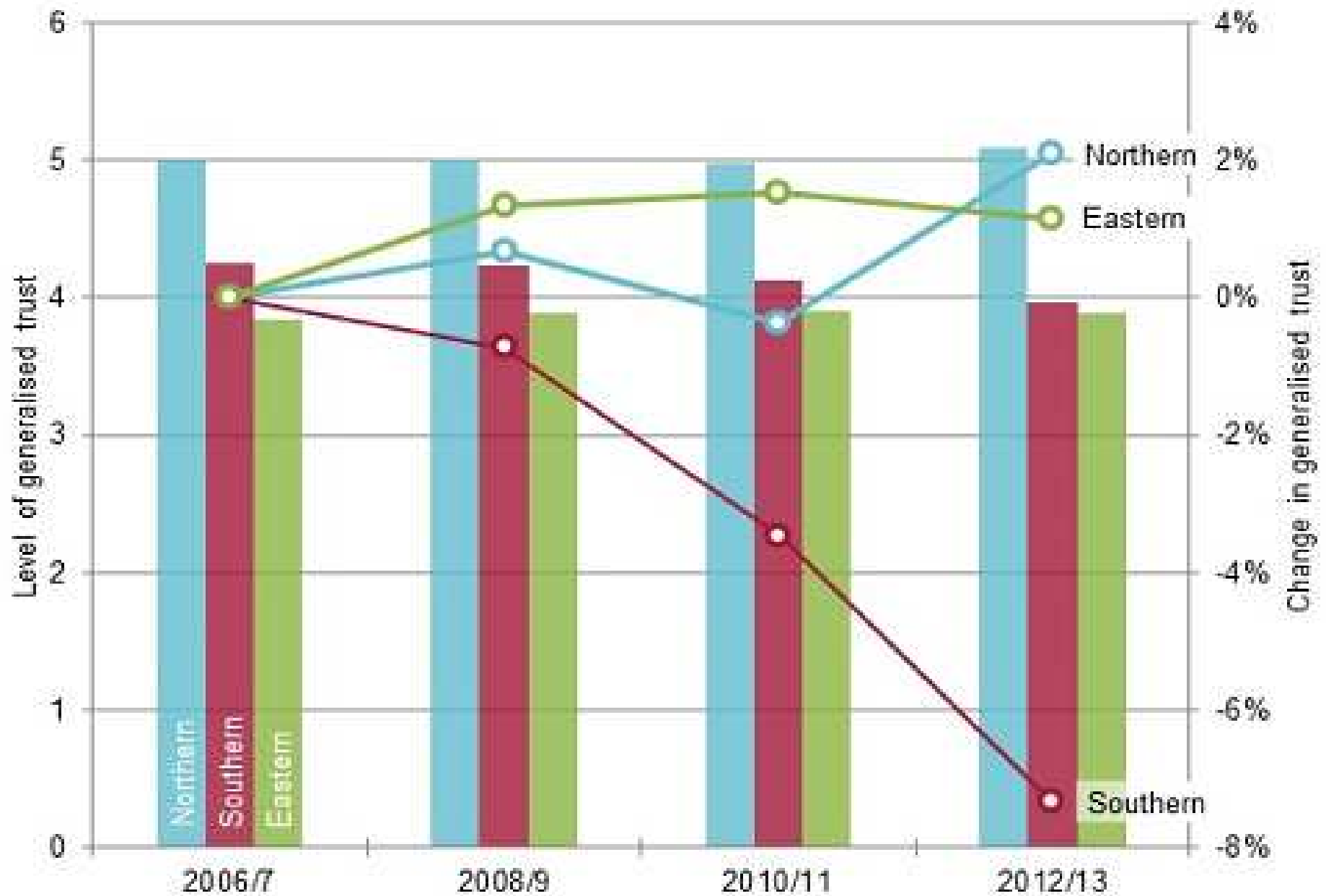


Emissioni Tesoro UK (md di sterline)

Acquisti BoE



U.E.: Fiducia (dati survey)



L'asimmetria di potere

Integrazione finanziaria: diversificazione di portafoglio non riduce ma accresce il rischio sistemico se via strategie uguali con flussi cross-border delle banche Centro in acquisto di titoli pubblici della Periferia.

Forte incertezza creata nei mercati dalla reciproca esposizione all'altrui rischio di insolvenza da parte di banche con forti posizioni nel debito sovrano e di governi che dopo crisi dei *sub-prime* erano gravati da un accresciuto debito pubblico.

Tesi Germania

Se in Europa i mercati reali non hanno registrato una ripresa della domanda, ed i mercati finanziari non hanno riacquisito fiducia nella solvibilità di governi e banche, è solo perché c'era stata troppa timidezza nell'attuare l'austerità. La sequenza degli eventi degli ultimi anni dice proprio l'opposto: troppa austerità ha segnalato ai mercati che la domanda sarebbe rimasta stagnante, sicché gli aumenti degli *spread* registravano l'aspettativa di caduta del PIL e quindi anche di entrate fiscali insufficienti per la restituzione del debito, con conseguente aumento del rischio di insolvenza dei governi.

Tesi Periferia

Svalutazione reale per la Grecia e surplus commerciale per la Germania che riduce la crescita dell'EZ.

Target2: sostituto della “funzione di prestatore di ultima istanza” che la Germania ha voluto venisse negata alla BCE, che si esporrebbe al rischio delle imprese private cui i finanziamenti pervengono.

Per impedire che la crisi di illiquidità si trasformasse in crisi di insolvenza, si è fatto in modo che il *default* parziale attuato nel 2012 toccasse solo in misura limitata i creditori privati: vennero esclusi dall'*haircut* gli investitori *senior*, soprattutto banche tedesche, che avevano in portafoglio titoli di Stato ellenici che scadevano tra il primo (2010) e il secondo salvataggio (2012), mentre altri soggetti privati hanno subito perdite fino al 50% del valore nominale. Del progressivo calo registrato dai tassi di interesse sulle attività finanziarie (in caduta ancora più forte in Germania che altrove, dopo la *flight to quality*, il ritorno in patria dei capitali tedeschi), ha beneficiato la stessa Germania. risparmiando ben 110 miliardi di euro di interessi sul debito pubblico fra il 2010 ed il 2015.

Gli aiuti fin alla Grecia sono serviti per smobilizzare i portafogli delle banche tedesche dei titoli greci, impedendone la bancarotta.

La Germania ha potuto salvare con aiuti di Stato le proprie banche, salvo poi ad impedirlo agli altri, facendo passare il bail-in.

L'abolizione della creazione di liquidità prevista dal sistema Target2 a copertura dei deficit commerciali riprodurrebbe nell'EZ la logica del Gold Standard.

GRECIA: il 69,3% dei fondi erogati dai creditori istituzionali nei primi due piani del 2010 e del 2012 (110 e 130 miliardi, rispettivamente) è tornato alla fonte come servizio del debito, il 19% è stato utilizzato per la ricapitalizzazione delle banche greche, e solo l'11,7% (26 miliardi in quattro anni) è rimasto nella disponibilità del governo. Quest'ultima quota, tuttavia, non ha potuto essere utilizzata per alleviare il disagio sociale, dovendo essere destinata – pena l'interruzione degli aiuti da parte della Troika - al risanamento del bilancio pubblico. Il rapporto deficit/PIL dal 15.3% del 2010 al 3.5% del 2014, nonostante l'austerità. L'accordo dopo il voto ha reso necessario un taglio di bilancio pari a 12 miliardi, invece che agli 8 miliardi di euro del precedente accordo.

In una fase di *credit crunch* (interruzione della fornitura di credito bancario all'economia) e di aspettative negative delle imprese non potevano che avvitarsi in successive cadute nella formazione del reddito. Il moltiplicatore fiscale ha un impatto non irrilevante sul reddito, soprattutto in una congiuntura di grave recessione: a fronte del venir meno della fiducia nei mercati, occorre una maggiore - non una minore - domanda pubblica. Se lo si declina in senso restrittivo, ad una minore domanda pubblica il moltiplicatore fiscale inevitabilmente farà seguire, in misura più che proporzionale, una minore creazione di reddito.

Draghi ha dovuto nel 2014 interrompere l'erogazione di liquidità dell'ELA, nonostante non vigesse alcuna delle condizioni per farlo previste dall'art.14.4 dello Statuto della BCE. Gli economisti più avveduti hanno avanzato forti dubbi sulla legittimità di tale blocco: la funzione di "prestatore di ultima istanza" è preclusa alla BCE nei confronti dei governi, non quando la domanda di finanziamento proviene da banche private.

- Mentre si chiede alle banche di rafforzarsi sul piano patrimoniale, e la liquidità delle banche aumenta in seguito al QE, la BCE riduce il tasso sui depositi banche presso BCE (ora a -0,3%). Prob, in base ai rapporti gestione liq che chiederà alle banche, la BCE passerà al sistema multilivello (polarizzazione fra dep esenti e tassi neg fino a 0,6%)

$(i - g)$ (2015)

	interest	nominal growth	$r - g$
	r	g	
Portugal	3,8	1,8	2,0
Italy	3,6	0,8	2,8
Ireland	3,6	4	-0,4
Greece	2,2	-1	3,2
Spain	3,4	2,2	1,2

La ripartenza dopo tre anni di caduta

Anni 2000-2015. Variazioni percentuali del Pil

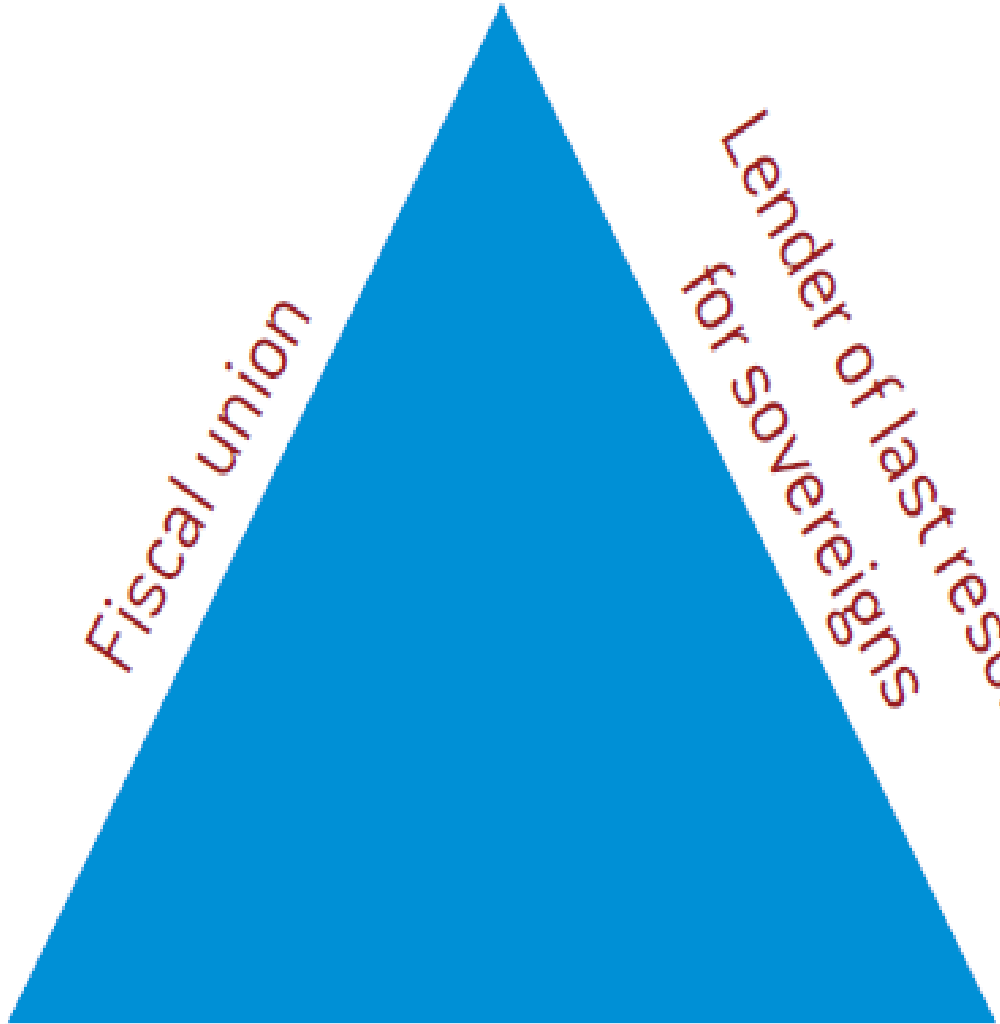


1. Taglio alle tasse del 3-5% a fronte di piani di rientro del deficit “spalmato” su 4-5 anni, finanziato con emissioni a lungo termine di bond da destinare all’acquisto della stessa Bce, a fronte di tagli certi nella spesa pubblica.

2. Stampare direttamente moneta da “girare” ai governi per finanziare i deficit.

3. Rifinanziamento del Fondo europeo per gli investimenti o del Fondo salva-Stati in grado di mobilitare 360 md euro per investimenti

Bank-sovereign interdependence



Strict

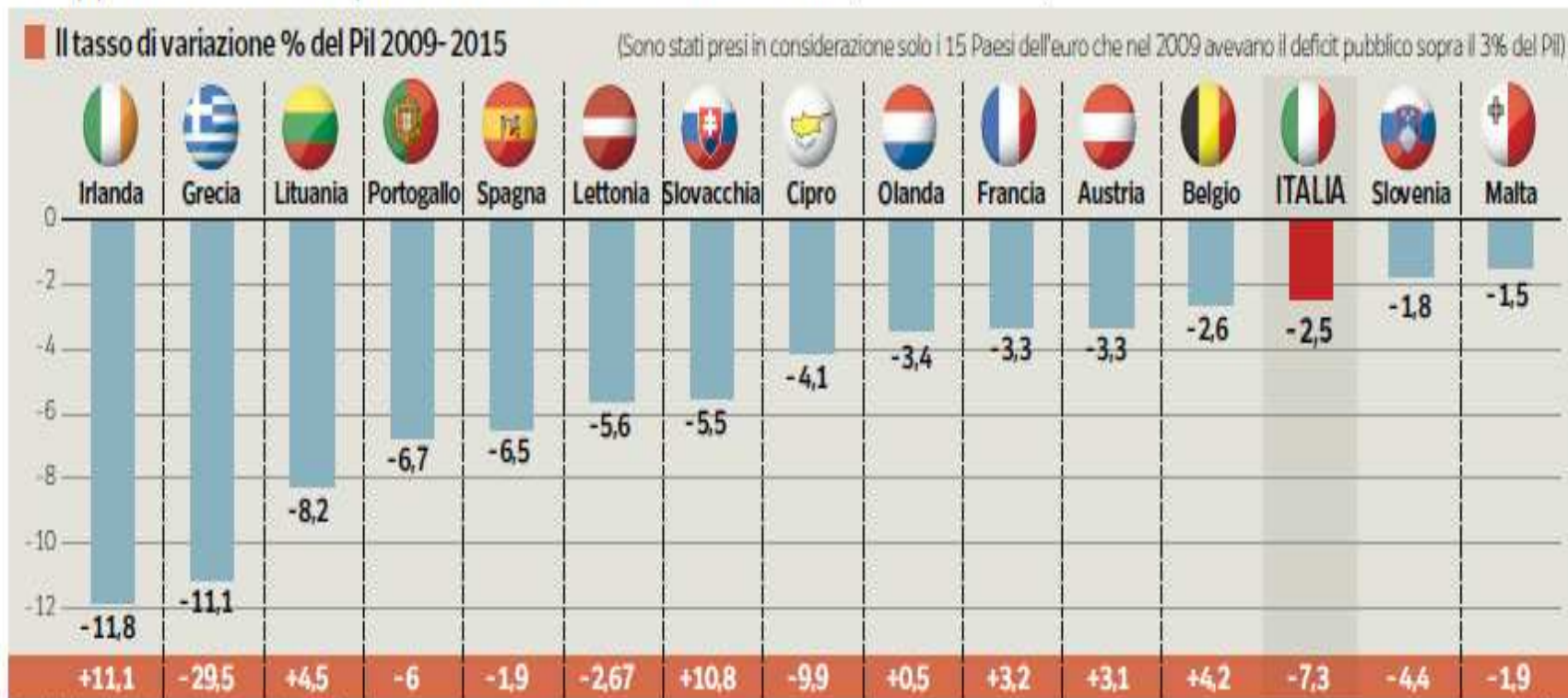
no-monetary financing

No co-

responsibility for public debt

the
may
ple
for
as-
out
for
rge
. In
nd

Il rapporto tra deficit e prodotto interno lordo nei 7 anni (2009-2015)



Fonti: elaborazioni Corriere della Sera su dati FMI

d'Arco

L'analisi

di **Federico Fubini**

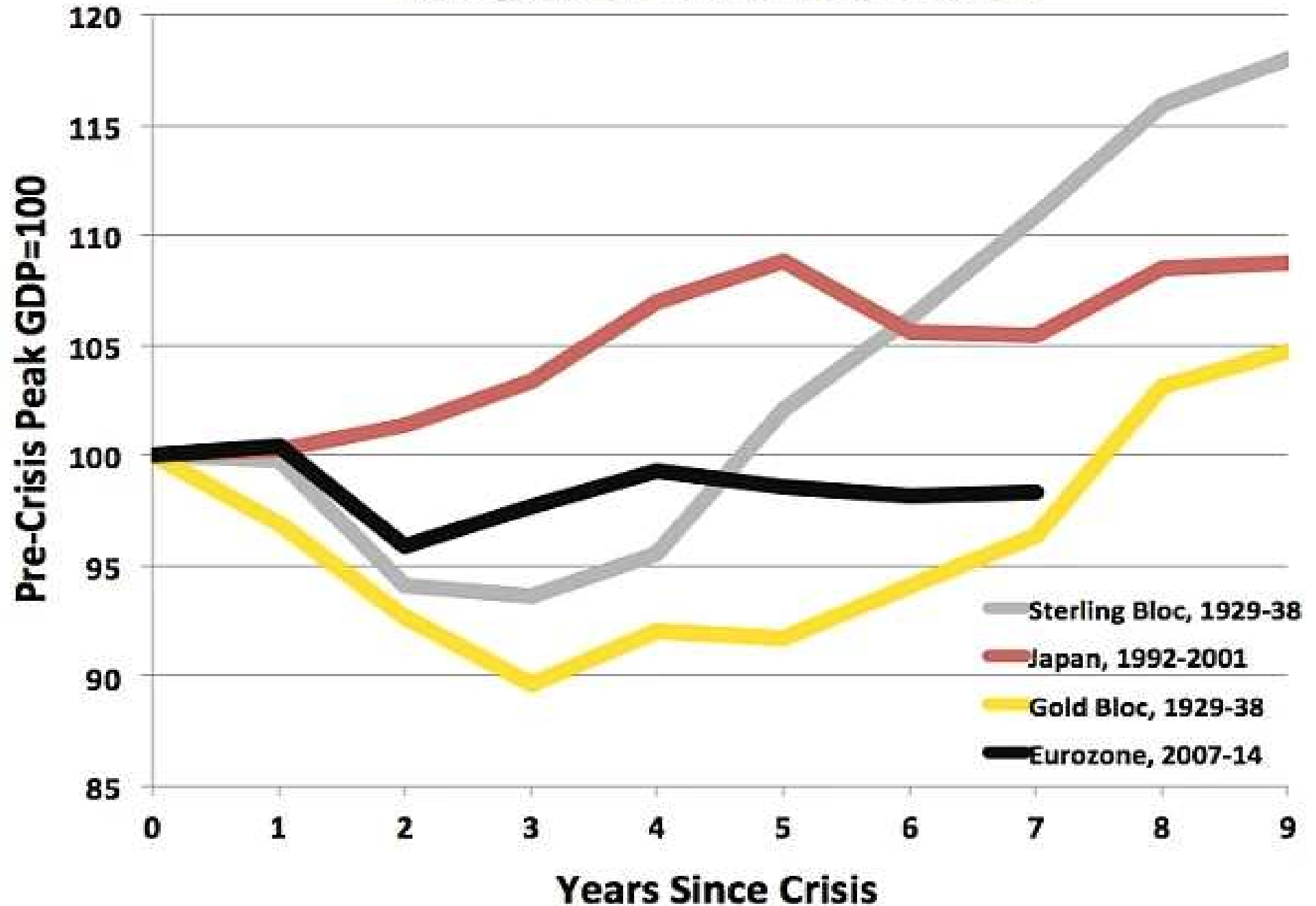
Deficit, il confronto europeo

In Italia cala dal 2009 a oggi ma gli altri lo tagliano di più

la congiuntura economica. In realtà l'Italia ha risanato meno anche di altri Paesi che sette anni fa avevano un deficit simile (attorno al 5% del Pil) come Austria, Belgio, Cipro o Olanda. E comunque aveva anch'essa un interesse pressante a farlo, visto il debito pubblico fuori da tutte le medie. Per capire perché un Paese che ha parlato (e sofferto) tanto di austerità abbia fallito così

3

Europe's Greatest Depression



- Myth 1: The EZ crisis stemmed from fiscal irresponsibility in the periphery EZ countries, and that the crisis can only be solved by reversing this through harsh austerity
- Reality: The crisis was at least as much to do with private as public sector excess.
- Myth 2: An anti-Keynesian view that fiscal policy has no place in managing aggregate demand, which can be safely left in the hands of the ECB as long as the ECB sticks to its job of keeping inflation below 2%.
- Reality: The Keynesian argument against austerity at the Zero Lower Bound is correct. Keynesians also argue, correctly, that restoring competitiveness in a monetary union is much more difficult when inflation in your key competitor country is low.
- Myth 3: To be independent, central banks must never buy government debt, as this indicates fiscal dominance.
- Reality: EZ governments need the ECB to (potentially) act as a sovereign lender of last resort, to prevent self-fulfilling market panics. The introduction of OMT demonstrated this.

- To see how these myths have distorted German policy, let's start with the assistance Germany has provided to the periphery. Myth 1 has led to a focus on austerity, and a reluctance to see the pressure for austerity eased. (See my post [here](#), or Krugman [4](#).) Myth 2 means that the damage caused by this austerity is discounted, and Myth 3 leads to reluctance to let the ECB help reduce market pressure. In short, the money that Germany has or will provide could have been much better spent. Ironically it could have been better spent in Germany, boosting domestic demand, which would have helped raise demand and inflation in Germany (the latter being the sacrifice Germany would make to help keep the EZ together), which would have done much more to help the periphery adjust their competitiveness at lower cost. Myth 2 prevents Germany from seeing this, although it is quite clear in the Commission's QUEST simulations that I commented on [here](#). (See also the subsequent [comments](#) from Jan I'nt Veld, particularly concerning the Commission's view on this.) The financing needs of the periphery would have been much [reduced](#) if more Greek debt had been written off, and had German resistance (Myth 3) not delayed OMT until September 2012.

- These myths have also damaged Germany's own narrow domestic interests. Myths 1 and 2, besides leading to harsh austerity in the EZ periphery, has also led to fiscal contraction in the core (both outside - e.g. [Netherlands](#) - and inside Germany), which has reduced German GDP and led to inflation below 2% this year. The Fiscal Compact, despite slight softening around the edges, is a deeply flawed and damaging policy which comes directly from Myths 1 and 2.
- So the problem is not with Germany, but with the macroeconomic myths that seem to be so deeply embedded in current policy. I do not think Germany has been simply acting in its own national interest, but the myths prevent it seeing that its current account surpluses are a key part of the problem and why some overheating in Germany is the best solution for the EZ as a whole. Although these three myths have a particular Ordoliberal [flavour](#), they are not so very different from similar myths expounded by politicians and the occasional economist in the US, the UK and elsewhere in Europe. The myths are the problem

Marco Buti and Nicolas Carnot : “We recall that large adjustments are needed

- in most economies to restore sustainable fiscal positions, not because of the arbitrary will of the markets or of EU institutions. So the debate is about the precise speed of adjustment, and the Commission is trying to strike the “right balance”. In particular, it recognises the need for different speeds in different countries. I think this view characterises the position of many international organisations, including the OECD, and many in the IMF. Fiscal adjustment is seen as the overriding priority. Issues involving the state of the economy are secondary: they are one factor in judging the appropriate speed of adjustment. This is the wrong way around.

- The major priority at the moment should be doing something about the demand led recession in the Eurozone (and other countries like the UK). The budgetary position of some countries is a secondary factor that may influence the country by country balance of any fiscal actions required to deal with this priority.
-
- This point about priorities is not an expression of political preferences. It is about what basic macroeconomics tells us. The recession is a problem right now

- Given the imbalances within the Eurozone, and the political tensions generated by creditor/debtor relationships, the costs of a recession could be greater still. Budget consolidation is a permanent, long term issue, and there is clearly a right and a wrong time to deal with it. Recessions are the wrong time, not just because it conflicts with other priorities, but because it may not even work, because of hysteresis effects, or political effects, or banking effects

- When monetary policy fails - which it patently has, mainly [2] because of the ZLB - fiscal policy has to take its place. Countercyclical fiscal policy becomes as important as monetary policy normally is. Institutions, and habits of thinking, that are set up for normal times must adapt. The IMF recognised this in 2009, but I'm not sure the OECD or European Commission ever did

- “As is clear as well however, the OMT announcement per se does not address the underlying sustainability concerns.” Of course OMT does not directly change the outlook for future primary balances. However it is a game changer in allowing periphery countries to change priorities. When you cannot sell your debt, this has to take priority over recession concerns (although fiscal consolidation can still be designed to try and avoid recession). What OMT allows countries to do is change priorities

- **ORDOLIBERALISMO:** poiché la regolazione dell'economia è faccenda dello stato, la performance dell'economia non può che essere una responsabilità nazionale.
- Non che la Germania ignori di fare parte di un gruppo di paesi che hanno intrapreso un processo di integrazione, che ha portato prima al mercato unico poi alla moneta unica. Il fatto è che il mercato unico è stato concepito come “integrazione negativa” semplice abbattimento delle barriere tariffarie e non tariffarie nazionali, nell'ottica di perfetta concorrenza fra i sistemi produttivi europei.

- Non avere proceduto all'”integrazione positiva” è stato un problema: basti pensare alla crisi bancaria.
- Il passaggio all'euro ha presentato un problema di ancora più difficile soluzione dal punto di vista dell'Ordolib. Infatti, l'esperienza della incapacità delle BCN durante lo SME di fare fronte all'impegno di difendere le parità bilaterali e convergere rapidamente alla bassa inflazione tedesca ha reso necessario avere lo Statuto BCE eguale a quello Bundesbank e la sede a Francoforte. Forse, alla luce delle crisi bancarie, ci si potrebbe chiedere come mai la vigilanza non è stata sottratta alle autorità monetarie nazionali.

- Come imporre alle politiche fiscali nazionali soddisfacessero il principio della responsabilità nazionale? PSC,FC.
- The paper says “In Germany, the fiscal stance is now broadly neutral [3], hence consistent with
- the call for a differentiated fiscal stance according to the budgetary space”. Which makes perfect sense (albeit using the rather tortured language of international organisation space), except at the ZLB. At the ZLB we need overall fiscal expansion in the Eurozone. The differentiation point still stands, so from an overall Eurozone perspective the Commission (and the OECD, and the IMF) should be arguing for substantial fiscal expansion in Germany. However, if your priority is fiscal consolidation, advocating doing nothing can seem quite radical and brave.

- “A dedicated stabilisation fund could improve the conduct of fiscal policies throughout
- the cycle by enforcing tighter policies in good times and providing additional leeway for cushioning downturns. Such a tool could strengthen the existing automatic
- stabilisers while maintaining a credible rule-based framework. It would be particularly useful in the current predicament characterised by large cyclical differentials across the zone as well as a not insignificant average output gap. However, according to the Commission blueprint such a tool should only be considered in the longer term in the context of full fiscal and economic union.”
-
- In other words countercyclical policy at the overall Eurozone level would be useful right now, but it needs to wait until we have the institutional change that can accommodate it

- I just do not see why we cannot avoid recessions *and* bring down government debt. they are working in a framework in which overall demand stabilisation is not their problem. That is monetary policy, not fiscal policy. It is very revealing that in the Commission paper two phrases do not appear at all: they are ‘zero lower bound’ (ZLB) and ‘liquidity trap’. Too few *in government* have recognised that when we hit the ZLB, the rules of the macroeconomic game fundamentally change, and the institutions of government - and those in them - have to adapt too. When monetary policy fails - which it patently has, mainly [2] because of the ZLB - fiscal policy has to take its place

- But they then say “As is clear as well however, the OMT announcement per se does not address the underlying sustainability concerns.” Of course OMT does not directly change the outlook for future primary balances. However it is a game changer in allowing periphery countries to change priorities. When you cannot sell your debt, this [has](#) to take priority over recession concerns (although fiscal consolidation can still be [designed](#) to try and avoid recession). What OMT allows countries to do is change priorities. If it had been implemented earlier, priorities could have been changed earlier. The paper does not see this, because for them fiscal consolidation remains the key priority.

- Dexia in 2010: capitale/attività 2%
- Assurda regolazione nazionale con portafogli di attività finanziarie cross-border e con politiche industriali rivolte d usare le banche internazionali per fare affluire fondi nel proprio paese e stimolare la crescita. Da esternalità cross-border investitori in bonds sovrani a esternalità cross-border dei cittadini di tutti i paesi EZ.

- Indictment di OMT da Corte Karlsruhe per selettività acquisti. Così come i Medici presero il potere a Firenze per evitare la bancarotta, così la Germania ha accettato il salvataggio (sotto le stringenti condizioni della troika) per far sì che i bilanci delle sue banche fossero liberate dal peso della svalutazione dei titoli pubblici greci. the German court did not order the suspension of the measures approved on September 6, 2012, by the ECB and announced by Mario Draghi with the famous phrase "whatever it takes" to save the euro.

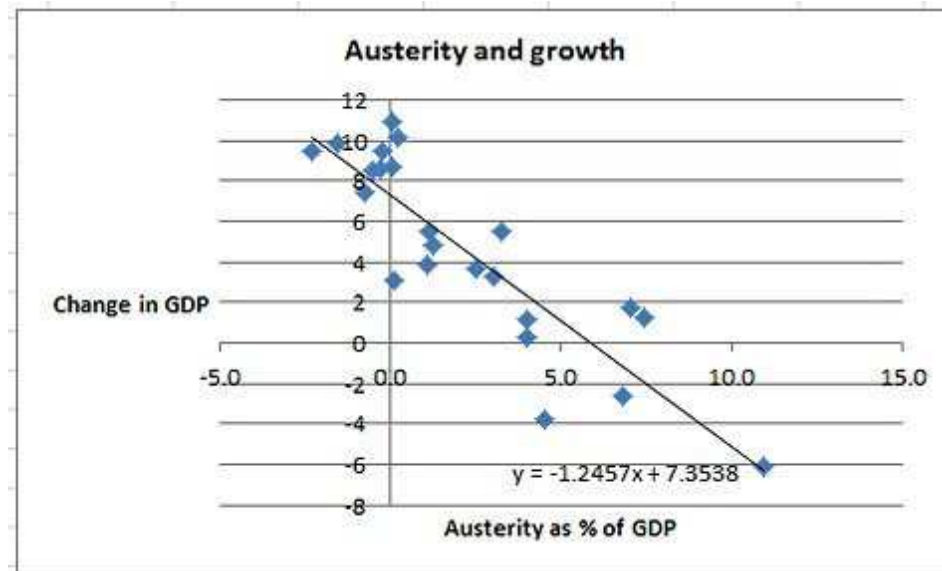
- Non è stata la Cina a provocare la crisi finanziaria: è stata l'America (con l'aiuto di altre economie avanzate).
- Questo non significa negare il ruolo chiave dei flussi di capitali a livello internazionale. Ma non sono stati i flussi netti di capitali dal resto del mondo destinati a finanziare il deficit delle partite correnti Usa che hanno pesato, bensì i flussi lordi di finanziamenti dagli Stati Uniti all'Europa, che hanno consentito alle banche europee di
- di accrescere il loro indebitamento, e i corrispettivi e imponenti flussi di denaro dalle banche europee verso titoli tossici Usa, collegati ai mutui subprime. Sia i contestatori che i difensori degli squilibri globali hanno ignorato quasi completamente questi flussi lordi che viaggiavano in entrambe le direzioni tra le due sponde dell'Atlantico.

- L'Unione bancaria consta di tre elementi:
 1. La supervisione della BCE sui sistemi bancari nazionali;
 2. la mutua assicurazione sui depositi bancari;
 3. Il meccanismo unico di risoluzione (il MUR, che prende la decisione su fallimento, oppure nazionalizzazione o fusione).

- It was thought that keeping inflation low was necessary and almost sufficient for growth and stability; that making central banks independent was the only way to ensure confidence in the monetary system; that low debt and deficits would ensure economic convergence among member countries; and that a single market, with money and people flowing freely, would ensure efficiency and stability.

- .La posizione della Germania è: visto che c'è la moneta unica, il riequilibrio comm deve avvenire con deflazione/deprezzamento reale. Nel gold standard, l'equivalente della m unica era il comune legame con l'oro: senza tallone aureo, secondo Sinn andrebbe trasferita ricchezza dalla periferia al centro in modo da annullare i saldi target2 a ogni fine anno. Non è vero che la Germania perde credito, sono i periphery che debbono temere il blocco del credito per l'aumento del grado di rischio che fa aumentare tutti i tassi di interesse.

- Slide PEI.3 con citazione economisti tedeschi: la domanda di premio di rischio da parte del mercato non emergerebbe: poiché il risk premium è emerso nei m.fin. i K tedeschi si sono ritirati dalla Per., mentre target2 ha impedito che emergesse nei mercati reali, perché la stampa di euro della bce ha impedito che la rischiosità del sistema imprese della per. emergesse.
- L'aumento dopo il 2010 dei saldi positivi target2 della Germania è stato superiore al surplus commerciale il che mostra l'assenza di correlazione fra target2 e esportazioni nette. NEW-NEW-TRILEMMA: FIXED E.R. (M.UNICA), ONE-SIZE-FITS-ALL..POL.MON E GLOB (LIB.K.MKTS): CRISI EURO DOVUTA A BOLLA CREDITO IN EPOCA BASSISSIMI TASSI INTERESSE (= r negativo).
- acceptance of higher inflation in the North relaxes the competitiveness-sustainability trade-off in the South: competitiveness improvement becomes beneficial to budgetary sustainability in countries where it would otherwise be harmful.



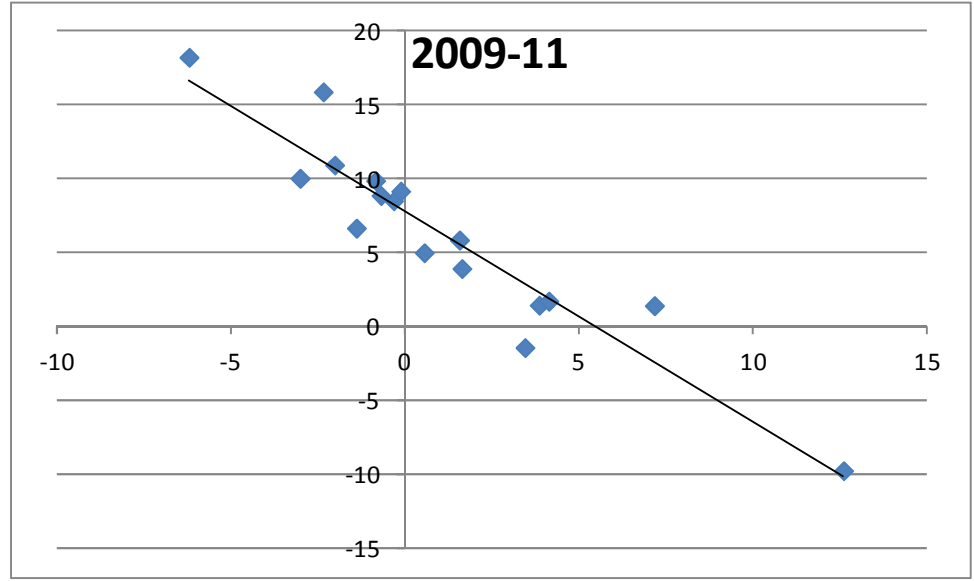
- Spain and Ireland had fiscal surpluses and low debt/GDP ratios before the crisis. The crisis caused the deficits and high debt, not the other way around, and the fiscal constraints that Europe has agreed will neither facilitate rapid recovery from this crisis nor prevent the next one.

- . L'Esm ha una forza di fuoco potenziale di 700 miliardi di euro, raccolti in gran parte emettendo bond sui mercati. La sua base è il capitale versato direttamente dai governi dell'area euro. La Germania che è il primo azionista con una quota del 27,1%, ha già pagato al fondo europeo 17,3 miliardi e alla fine dovrà versarne 21,7. L'Italia, che è il terzo azionista con il 17,9% (il secondo è la Francia), ha versato 11,4 miliardi e nel 2014 saranno 14,3. I soldi dell'Esm vengono investiti prevalentemente in titoli di Stato tedeschi che hanno il rating più alto. Ciò contribuisce a ridurre i tassi sui Bund e su tutto il sistema finanziario in Germania e ad allargare lo spread e lo svantaggio competitivo delle imprese in Italia. Di fatto i Paesi deboli del Sud Europa stanno sussidiando la ricca Germania.

- Dal prossimo anno saremo chiamati a ridurre di un ventesimo la quota del rapporto debito pubblico/Pil eccedente il 60%. Considerando per l'analisi il dato di fine 2013, siamo ad un rapporto debito/Pil del 132,6% (in realtà saremmo già oltre ma diamo per buono questo dato ufficiale) per un totale di circa 2.068 miliardi di euro di debito in valore assoluto contro un Pil di circa 1.560 miliardi. Utilizzando questi valori ciò significa che il primo anno di applicazione del Fiscal Compact dovremmo approssimativamente scendere circa al 129% del rapporto debito/Pil. Il che significherebbe – a debito, Pil e inflazione costanti – 54,6 miliardi di euro di manovra.

- Nella fase più acuta della crisi, l'introduzione del Kurzarbeit, l'orario di lavoro ridotto a fronte di una riduzione del salario, ha anch'essa aiutato le imprese a tenersi il personale più qualificato, salvando l'occupazione. Dal 1999, data di nascita dell'euro, mentre i lavoratori a tempo pieno hanno visto un aumento dei salari reali del 7%, gli occupati attraverso mini-job (lavori esenti da imposte e contributi fino a 450 euro) hanno accusato un calo del 7,5%. Il loro numero è aumentato negli anni fino a sfiorare oggi gli 8 milioni di unità, uno dei fattori principali, secondo l'Ocse, nell'aumento della disuguaglianza

- prendere il concetto stesso di bail-in che è stato utilizzato per le banche della zona euro e applicarlo anche ai titoli sovrani. Ciò significa che, per esempio, se il Portogallo raggiungesse un punto in cui non può ripagare i suoi debiti e andasse in default, i detentori dei titoli sarebbero i primi a sostenerne i costi prima che il Meccanismo Europeo di Stabilità – che è stato creato in risposta alla crisi del 2011-2012 – possa entrare in gioco e puntellare le finanze del paese utilizzando i fondi provenienti dal resto dell'Unione.



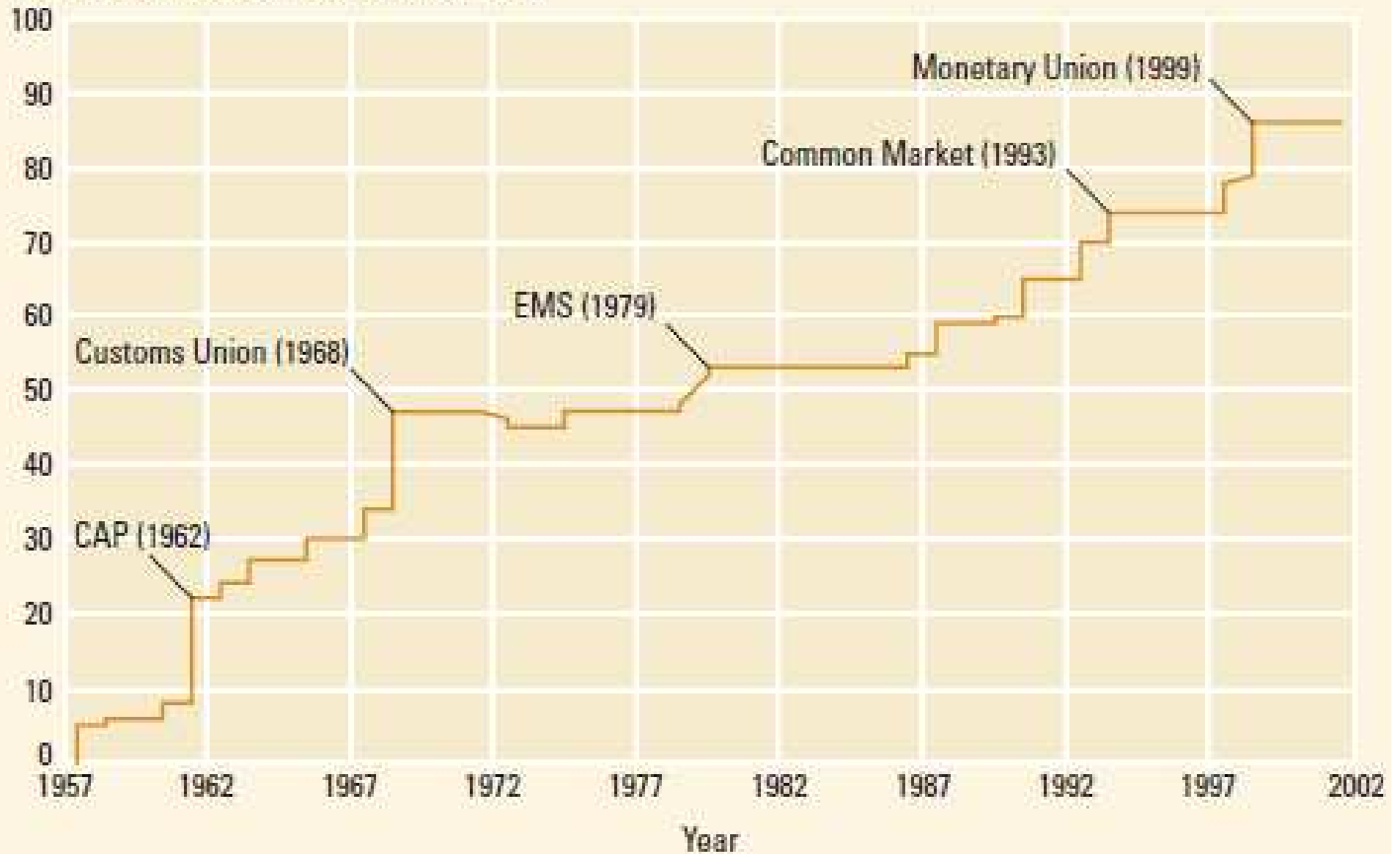
- **Keynes, the committee's leading intellectual light, had opposed**
- **Britain's return to gold at the pre-war parity, arguing that the proper target for monetary**
- **policy was internal price stability rather than exchange rate stability.EMU:ATTUALMENTE, L'INFL.TARGET CHE ECB NON AUMENTA COMPORTA CHE A DEFL PER SENZA INFL CORE CORRISPONDA APPREZZ EURO WRT USD, CON EFFETTO INTERNAL.PRICE.STABILITY.**

- **Non solo non può compensare sottostab pol mon con pol f espansiva di stab (se Washington non avesse potuto compensare le riduzioni di spesa a livello locale = crisi, Il governo federale ha potuto invece votare uno stimolo economico pari al 5,5% del PIL, limitando gli effetti della recessione. Our recent research of the impact of US state deficit policies on state economies (2013) reaches very similar conclusions. We study the effect of states' deficits on states' economies and find that a \$1 increase in a state's deficit implies an average increase of \$1.85 in the state's gross state product (the regional measure for GDP), a fiscal multiplier comparable to that found by Beetsma and Giuliadori for the EU.) ma il debito pubblico è legato a crescita per poter essere restituito. Se c'è UME = gold standard (solo se crei surplus bil pag ottieni euro=gold per fare espansione), i P non possono garantire la restit del debito priv (non arrivano risparmi e le banche vanno in illiquidità) o debito pubblico (non arrivano entrate fiscali e lo spread sale) trattandosi di valuta che non producono.**

Figure G2.1 The stairway to success

The institutional index of integration for the European Economic Community Six

Institutional Index for Integration for EEC6



Perché l'Eurozona non va?

- Gli euroscettici parlano sempre dei danni causati dall'euro.
- Ma sono i presupposti - il disegno istituzionale - ad essere sbagliati.
- Il problema non è tanto che le auto hanno motori di cilindrata troppo diversa, ma che il codice stradale non è diretto ad impedire che le Ferrari tamponino le 500.
- Se le regole dell'unione monetaria fossero state disegnate in modo più lungimirante, i paesi della Periferia EZ non sarebbero entrati in conflitto con i paesi del Centro.

Nella visione politica che accomuna il governo— sia la CDU, la SPD, oppure, a maggior ragione, la *Grosse Koalition*, a detenere il potere - la *Grundnorm* federale, così come sorveglia e tiene insieme i *Länder* tedeschi, storicamente caratterizzati da identità distinte, è chiamata a delimitare i poteri dell'Unione Europea.

Questi ultimi sono “sottodeterminati” rispetto all'ordinamento giuridico tedesco: la Corte di Karlsruhe valutata la compatibilità delle decisioni degli organismi europei rispetto alle norme fondamentali tedesca.