

XVI legislatura

"La riforma della *governance* europea.
Sostenibilità macroeconomica e
fiscale".

Dicembre 2010
n. 42



servizio del bilancio
del Senato

elementi di
documentazione



Servizio del Bilancio

Direttore dott. Clemente Forte

tel. 3461

Segreteria

tel. 5790

Uffici

Documentazione degli effetti finanziari dei testi legislativi

dott.ssa Chiara Goretti

tel. 4487

Verifica della quantificazione degli oneri connessi a testi legislativi in materia di entrata

dott. Luca Rizzuto

tel. 3768

Verifica della quantificazione degli oneri connessi a testi legislativi in materia di spesa

dott. Renato Loiero

tel. 2424

Il presente dossier è destinato alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari.

Si declina ogni responsabilità per l'eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge.

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. La procedura per Squilibri Macroeconomici.....	5
Riquadro 1: lo <i>Scoreboard</i>	9
2. Le Regole fiscali nel pacchetto di riforma della <i>governance</i> europea.....	10
2.1. <i>Le proposte della Commissione</i>	10
2.2. <i>Regole fiscali a confronto</i>	12
3. Le proposte di emissione di titoli europei.....	16
3.1. <i>L'emissione e-bond ai fini di stabilizzare i mercati</i>	16
3.2. <i>L'emissione e-bond per coniugare rigore e crescita</i>	18

INTRODUZIONE

La crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007 continua ad interessare – seppur con intensità decrescente e caratteri diversi - l'economia europea. La gravità degli effetti che hanno colpito i paesi membri dell'Unione Europea e i rischi per la stabilità dell'Unione Monetaria hanno richiesto un lavoro costante da parte delle istituzioni europee, che nel corso del 2010 hanno formulato diverse proposte miranti a rafforzare la *governance* economica dell'Unione. Queste proposte si sono concretizzate nelle modifiche ai regolamenti presentate dalla Commissione Europea del 29 settembre scorso. Le modifiche miravano anche a rassicurare i mercati, con ricadute positive sia in termini di fiducia dei mercati finanziari che di sostenibilità dei conti pubblici.

Gli avvenimenti successivi a quella data mostrano che l'intervento delle istituzioni europee riesce parzialmente nell'intento di calmare i mercati finanziari. A destare preoccupazione sono i debiti sovrani. L'annuncio della possibilità di introdurre meccanismi che in un futuro non troppo lontano (si ipotizza a partire dal 2013) prevedano la ristrutturazione dei debiti sovrani sembra aver aggiunto incertezza ad un quadro piuttosto complesso. I tassi di interesse dei titoli di Stato dei paesi ritenuti a rischio risentono di questa situazione, mostrando un trend crescente per effetto dei timori dei mercati riguardo la sostenibilità dei loro conti pubblici. Il rialzo dei tassi determina a sua volta la diffusione di ulteriori preoccupazioni legate al rischio che i paesi in difficoltà possano dichiarare *default* sul proprio debito sovrano, oppure uscire dalla zona euro. A questo quadro si aggiungono movimenti speculativi tendenti a trarre profitto dalla situazione di incertezza che si è venuta a determinare.

Ad essere interessati da queste preoccupazioni sono i paesi "periferici" dell'Unione, in particolare Irlanda, Spagna e Portogallo. Questa situazione accomuna economie che fino a poco tempo prima presentavano performance molto diverse tra loro. Mentre Irlanda e Spagna hanno mostrato tassi di crescita molto elevati per buona parte degli ultimi dieci anni e sembravano essere su un sentiero tale da rendere quasi concluso il processo di convergenza, il Portogallo mostrava da molto tempo una situazione di debolezza sia nell'economia reale che nella gestione dei conti pubblici.

L'Irlanda è stato il paese che, a partire da settembre, ha dovuto fronteggiare la crisi più acuta. Le banche irlandesi sono state il centro della crisi. Colpite duramente dalla bolla speculativa del settore immobiliare, agli

inizi di ottobre la loro esposizione, stimata intorno ai 50 miliardi di euro (pari a circa il 28 per cento del PIL), era talmente consistente da richiedere l'intervento stabilizzatore dello Stato che, già gravato da un deficit al 12 per cento, ha visto balzare l'indebitamento al 32 per cento. L'intervento statale nel settore bancario ha innescato una reazione negativa dei mercati, che hanno rivisto al rialzo sia lo spread tra i titoli irlandesi ed i Bund tedeschi che il premio dei *Credit Default Swap* (CDS)¹. I ripetuti tentativi delle autorità irlandesi di rassicurare i mercati della loro capacità di gestire la situazione e riportare i conti in ordine, riescono solo parzialmente.

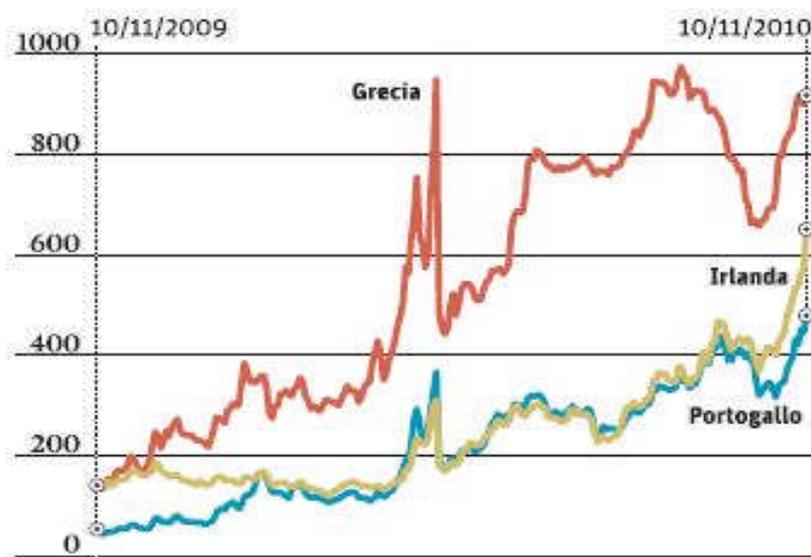
Le tensioni non si fermano all'Irlanda. I mercati iniziano a porre sotto pressione anche la Spagna e il Portogallo, che per via dello stato dei loro conti erano ritenuti due possibili candidati per un eventuale crisi del debito. Tali comportamenti determinano un innalzamento del relativo costo del debito.

A risentire di queste tensioni sono state anche le quotazioni azionarie e dell'euro, che hanno riportato andamenti altalenanti. Il collegamento tra le tensioni sui titoli di Stato e l'andamento delle quotazioni di borsa è quasi immediato. A detenere i titoli degli Stati – anche di quelli in difficoltà – sono soprattutto le banche che, quindi, in caso di ristrutturazione del debito, sarebbero le prime a sostenere le perdite che ne conseguirebbero. In questa situazione, la proposta avanzata dalla Germania riguardo la possibilità di coinvolgere anche gli investitori privati (tra i quali vanno ricomprese le banche) in un eventuale *default* di uno Stato sovrano può aver avuto effetti sulle tensioni degli operatori finanziari, che nel tentativo di coprirsi dall'insorgere di future perdite hanno messo in atto azioni di ricomposizione dei propri portafogli di titoli che si sono risolte in un abbassamento dei corsi relativi ai titoli bancari che, data la loro consistenza all'interno degli indici di mercato, hanno avuto effetti negativi su questi ultimi.

Nel tentativo di fermare le tensioni sui mercati, all'inizio di novembre l'Irlanda ha annunciato una manovra da 15 miliardi di euro per il periodo 2011-2014, composta per tre quarti da tagli alla spesa pubblica e per un quarto da un aumento delle entrate, con l'obiettivo di riportare il deficit al 3 per cento nel 2014. Anche Spagna e Portogallo hanno annunciato piani di risanamento con caratteristiche simili al piano irlandese, con significativi tagli alla spesa (sia sui dipendenti pubblici che sugli interventi di welfare).

¹ Per una trattazione più approfondita dei CDS si veda Servizio bilancio del Senato, "Conversione in legge del decreto-legge 10 maggio 2010, n. 67, recante disposizioni urgenti per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'area euro", Nota di lettura n. 80, Maggio 2010.

Figura 1. Andamento degli spread sui titoli di stato di alcuni Paesi



Fonte: Il Sole 24 Ore, 11 novembre 2010.

Le misure annunciate dall'Irlanda non riescono però a ridurre l'incertezza sui mercati finanziari. Alla metà di novembre la situazione diventa nuovamente preoccupante. Il rischio di un'ondata di insolvenze sui mutui rende più grave la situazione delle banche irlandesi, rendendo insufficiente la garanzia posta nei mesi precedenti dal governo stesso sui depositi bancari e sulle obbligazioni bancarie già esistenti sul mercato o in emissione. Questo si riversa sulla dinamica dei tassi di interessi per i titoli irlandesi, che presentano un andamento molto sostenuto, contraddistinto da uno spread rispetto al *Bund* tedesco di circa 6 punti percentuali.

Per evitare il rischio di contagio tra i paesi indebitati della periferia dell'euro le istituzioni europee iniziano a discutere un piano di aiuti per l'Irlanda. In un primo momento, il governo irlandese sostiene che gli aiuti non sono necessari e che è in grado di tenere la situazione sotto controllo. Il continuo aumento degli *spread* e le difficoltà delle banche forzano le autorità irlandesi ad accettare l'aiuto della UE.

Il piano messo a punto alla fine di novembre da parte della Commissione Europea, della BCE e del FMI prevede un intervento da 85 miliardi di euro, volto a dare sostegno sia al settore bancario che ai conti pubblici. Le condizioni del prestito prevedono che il FMI eroghi la sua quota a un tasso del 3,4 per cento, lo stesso garantito alla Grecia. Più elevate le condizioni richieste dall'Europa che potrebbe arrivare ad un tasso del 6-7 per cento. In realtà, essendo parte dell'EFSF (lo *European Financial Stability Facility* ideato nello scorso maggio per fronteggiare la crisi greca), le condizioni del prestito dovrebbero prevedere (ma i dettagli dell'operazione non sono completamente noti) un tasso del 5,5 per cento, a fronte del 5 per cento concesso sei mesi fa alla Grecia.

Le tensioni emerse negli ultimi giorni sui mercati dei titoli di Stato europei hanno portato nuovamente all'attenzione alcune delle criticità sollevate sin dalla crisi greca. Al fine di superare le difficoltà legate alla frammentarietà e alla scarsa liquidità dei titoli di Stato nazionali si è così proposta l'istituzione di una Agenzia del Debito europea con il compito di emettere titoli del debito che servano a finanziare una certa quota del debito pubblico degli Stati membri (per un'esposizione più dettagliata si veda il paragrafo 3).

Il Consiglio Europeo tornerà a riunirsi nelle giornate del 16 e 17 dicembre. In quella occasione verrà ripresa la discussione già iniziata riguardo l'istituzione di un meccanismo di risoluzione delle crisi permanente che riesca a salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area euro. A tal proposito verrà valutata anche la necessità di apportare modifiche ai trattati UE per assicurare la compatibilità del meccanismo con le regole europee, tenendo in considerazione il risultato delle consultazioni effettuate dal Presidente del Consiglio europeo su mandato del Consiglio stesso². Il Consiglio continuerà inoltre nel lavoro intrapreso nei mesi scorsi per quanto riguarda il rafforzamento della *governance* europea, concentrandosi in particolare sulle proposte legislative che sono attualmente all'esame delle istituzioni.

² Si vedano le conclusioni del Consiglio Europeo del 28 e 29 ottobre 2010, EUCO 25/1/10 REV 1, disponibili all'indirizzo http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/117500.pdf

1. La procedura per Squilibri Macroeconomici

Due note appena rilasciate dall'ufficio Affari Economici e Finanziari della Commissione Europea³ spiegano in dettaglio le proposte legislative presentate il 29 Settembre 2010 dalla Commissione Europea per la prevenzione e la correzione di squilibri macroeconomici all'interno dell'UE.

Secondo il rapporto finale della Task Force guidata dal presidente del Consiglio Europeo Van Rompuy, la crisi finanziaria internazionale ha dimostrato che il rispetto dei parametri fissati dal Patto di Stabilità e Crescita non è sufficiente per garantire la stabilità finanziaria dell'euro, in quanto il formarsi di squilibri macroeconomici all'interno dell'Unione Europea può determinare un aggravio improvviso delle finanze pubbliche e produrre tensioni sui mercati finanziari. Per tali motivi le proposte della Commissione, sostenute dalla *task force*, propongono di introdurre una procedura di sorveglianza macroeconomica tra gli stati membri, divisa in una parte preventiva e in una correttiva.

Con riferimento alla parte preventiva, la Commissione viene incaricata di valutare periodicamente i rischi derivanti dagli squilibri macroeconomici in ciascuno Stato membro. La valutazione sarebbe basata su un quadro di riferimento composto da indicatori economici (*scoreboard*).

I nuovi documenti di lavoro individuano otto indicatori e, per ciascuno di essi, precisano le soglie di allerta, che riguardano sia livelli eccessivamente alti che eccessivamente bassi della variabile (per un approfondimento sugli indicatori e sui loro valori-soglia si veda il riquadro 1. Tuttavia, viene precisato che tali valori soglia non saranno applicati in modo rigido, ma tenendo in considerazione il quadro economico complessivo del singolo paese.

Gli indicatori che fanno parte dello *scoreboard* servono a catturare le dimensioni più rilevanti degli squilibri macroeconomici e i problemi di competitività, ma non devono essere considerati né obiettivi, né strumenti di *policy*. Le variabili che vengono prese in considerazione servono solo ad attivare il meccanismo di allerta, ma sono le analisi approfondite per ogni singolo Paese (che dovrebbero far seguito alle risultanze dell'esame degli indicatori) a poter portare a predisporre le raccomandazioni di *policy*. Alcune di queste variabili come il saldo di parte corrente, il debito esterno e la competitività di costo misurano la posizione esterna del Paese rispetto ai propri concorrenti internazionali, mentre l'andamento dei prezzi del settore

³ "A structured framework to prevent and correct macroeconomic imbalances: operationalising the alert mechanism" del 16 novembre (2010) e "A structured surveillance procedure to prevent and correct harmful macroeconomic imbalances: an explanation of Commission's proposal of 29 September 2010" del 11 novembre 2010.

immobiliare e il debito pubblico e privato catturano l'eventuale presenza di squilibri interni.

Nei citati documenti si riportano i valori delle variabili dello *scoreboard* per tutti i Paesi membri dell'UE, dal 2001 al 2009 (cfr. allegati). Da questa analisi emerge che l'Italia supera – in ogni esercizio di riferimento - i valori soglia di due degli otto parametri presi in considerazione: il tasso di cambio reale basato sul costo delle singole unità lavoro e il rapporto debito pubblico/PIL. La prima variabile mette in luce un problema di competitività del Paese rispetto ai propri concorrenti internazionali, mentre la seconda pone l'accento su problemi di gestione della finanza pubblica. In generale dallo *scoreboard* emerge come il problema della competitività rappresenti un punto di debolezza per la maggior parte dei paesi europei e non solo dell'Italia. Per quanto riguarda le altre variabili, l'Italia (a differenza dei paesi recentemente sottoposti alle tensioni sui mercati finanziari) rientra sempre all'interno dei valori soglia.

Inoltre, i documenti precisano che la struttura dello *scoreboard* potrà variare in futuro per un paio di ragioni. Primo, le fonti degli squilibri macroeconomici possono cambiare nel corso del tempo e pertanto potrà essere necessario introdurre nuove variabili per accertare la presenza di squilibri diversi da quelli che hanno portato all'attuale crisi finanziaria. Secondo, la Commissione potrebbe decidere di introdurre nuovi e più precisi indicatori per migliorare il grado di accuratezza dell'analisi.

La nuova procedura di sorveglianza macroeconomica prevede che, sulla base delle informazioni disponibili, la Commissione rediga una lista degli Stati per i quali si ritiene sussista un rischio di squilibri sulla base della valutazione dello *scoreboard*. La Commissione non valuterà solo se uno Stato superi il valore soglia, ma anche di quanto lo oltrepassi, in modo da valutare l'effettiva gravità della situazione. Inoltre, la Commissione precisa che la valutazione non si limiterà ad un semplice resoconto dei valori dei singoli indicatori, ma qualora uno Stato riportasse uno *scoreboard* particolarmente negativo si attiverebbe un'analisi approfondita sulla situazione economica generale del singolo Paese.

L'analisi di questi indicatori viene affiancata da una valutazione tecnica complessiva del paese che si consideri esposto a squilibri macroeconomici. Una simile analisi può portare a tre esiti differenti:

- Se da questa analisi si evince che non sussistono problemi, la procedura si interrompe.
- Se la Commissione valuta che sussista un effettivo rischio di squilibrio macroeconomico, rilascerà una raccomandazione allo Stato interessato, affinché corregga tali squilibri. La

Commissione potrebbe richiedere allo Stato di intraprendere cambiamenti di *policy*, ad esempio relativi al mercato del lavoro o ai saldi di bilancio. Queste eventuali raccomandazioni verrebbero deliberate a maggioranza qualificata e inviate assieme alle altre raccomandazioni di *policy* previste nell'ambito del Semestre Europeo secondo quanto stabilito dall'articolo 121(2) del TFEU.

- Qualora si valuti la presenza di un serio rischio di squilibrio macroeconomico o che questo si possa trasmettere agli altri paesi membri mettendo a repentaglio il buon funzionamento dell'EMU, la Commissione potrà aprire una "procedura per squilibri eccessivi" (il cosiddetto braccio correttivo) secondo l'art. 121(4) del TFEU.

In questo caso viene aperta una procedura di concerto con il Consiglio, volta a far sì che lo Stato adotti le misure correttive necessarie, descrivendo la natura dello squilibrio e quali possano essere le politiche migliori da adottare. Lo Stato oggetto di tale procedura dovrà sottoporre un Piano di azione correttiva al Consiglio, il quale fisserà un termine per l'adozione di misure correttive. Il Consiglio dovrà fissare un termine adeguato per la correzione, dal momento che i governi hanno solo un parziale controllo di variabili economiche diverse da quelle di bilancio e valuterà di concerto con la Commissione il piano d'azione correttiva proposto. Se il Consiglio decide che lo Stato membro interessato abbia adottato misure correttive adeguate, la procedura viene sospesa. Altrimenti lo Stato membro rimane soggetto alla procedura per squilibri eccessivi e dovrà presentare un nuovo piano d'azione.

Una volta che il piano d'azione correttiva sia stato considerato sufficiente, lo Stato interessato dalla procedura per squilibri eccessivi dovrà riferire in sede ECOFIN (per esempio ogni sei mesi) sui progressi fatti. La procedura viene poi chiusa qualora il Consiglio, sulla base di una raccomandazione rilasciata dalla Commissione Europea, ritenesse che lo squilibrio sia stato sufficientemente ridotto da non essere più considerato eccessivo.

Per quanto riguarda le sanzioni, la Nota della Commissione precisa che esse vengono adottate solo nel caso in cui lo Stato che presentasse squilibri eccessivi non recepisse le raccomandazioni rilasciate dalla Commissione. Pertanto, le sanzioni riguardano solo una eventuale mancata azione di *policy* e non un mancato raggiungimento di risultato, in quanto si prende atto che l'esecutivo abbia solo un controllo limitato sulle variabili

macroeconomiche fonte di squilibrio. Le sanzioni verrebbero comminate qualora lo Stato non agisse per due volte consecutive secondo i termini fissati dalla Commissione o qualora proponesse alla Commissione per due volte consecutive piani d'azione correttiva inadeguati.

La procedura di voto è quello del *reversed voting* con l'eccezione dello Stato interessato dalla procedura. La sanzione massima prevista è lo 0,1 per cento del PIL, ma potrebbe anche essere ridotta a zero, qualora lo Stato mostrasse l'intenzione di adottare le politiche necessarie.

Riquadro 1: lo *Scoreboard*

Lo *Scoreboard* predisposto dalla Commissione Europea è una griglia composta da otto variabili che catturano eventuali squilibri interni o esterni di un Paese. Per ogni parametro vengono stabiliti dei valori soglia minimi e massimi, scelti tramite stime statistiche. In particolare, per ogni variabile vengono messe insieme le serie storiche dal 2001 al 2009 per ciascun Paese e come valori soglia vengono utilizzati quei valori della distribuzione che separano il primo quartile dal secondo ed il terzo dal quarto.

Gli indicatori esterni sono tre:

- Il **saldo di parte corrente**, che riflette la posizione netta creditoria o debitoria di un'economia rispetto al resto del mondo. Un elevato deficit di parte corrente implica che il Paese importa più di quanto esporti e che si sta indebitando con il resto del mondo. Questo può essere un segnale di squilibrio macroeconomico se il volume di indebitamento diventa insostenibile. I valori soglia vengono fissati al $-/+4\%$.
- La **posizione finanziaria netta rispetto all'estero** rappresenta la controparte in termini di stock del saldo di parte corrente. In altre parole, il saldo di parte corrente rappresenta il flusso di risorse che vanno a formare la grandezza stock data dalla posizione finanziaria netta. Un elevato indebitamento è associato ad una maggiore vulnerabilità dei mercati finanziari. La soglia fissata dalla Commissione è -45% del PIL.
- Il **tasso di cambio reale effettivo basato sul costo per unità di lavoro** indica persistenti perdite o guadagni nel costo unitario del lavoro rispetto ai principali partner commerciali del singolo Stato. Deviazioni del parametro dai valori soglia indicano che i salari sono cresciuti più velocemente rispetto alla produttività e il Paese ha perso in competitività. Viceversa nel caso di una loro deviazione negativa. I valori soglia vengono fissati al $-/+4\%$.

Gli **indicatori interni** considerati dalla Commissione sono cinque:

- **L'aumento del prezzo reale delle case** serve a metter in evidenza andamenti del settore immobiliare che potrebbero portare ad una bolla speculativa. Il valore soglia è un tasso di crescita annuale superiore al 9% .
- Il **valore aggiunto nel settore immobiliare come percentuale del valore aggiunto totale** viene utilizzato come approssimazione per l'andamento dei prezzi immobiliari visto che questa ultima variabile non è attualmente disponibile per tutti gli Stati. Il valore soglia è il 4% basato su una media di 3 anni.
- Il **rapporto del debito del settore privato rispetto al PIL** serve a catturare la vulnerabilità del settore privato. Elevati livelli di debito possono aumentare la vulnerabilità di questo ultimo a fronte di cambiamenti del ciclo economico, dell'inflazione e del tasso d'interesse. Il valore soglia è 180% del PIL.
- Il **cambiamento nelle condizioni del credito del settore privato**, misurato dai dati sulle transazioni, serve a segnalare il formarsi di una bolla creditizia. Esso rappresenta la controparte in termini di flussi della grandezza stock, data dall'indebitamento privato. Il valore soglia è un tasso di crescita annuo del 5% .
- Il **rapporto debito pubblico/PIL**, che valuta lo stato di salute delle finanze pubbliche, viene confermato al 60% .

Nella Nota rilasciata dalla dall'ufficio Affari Economici e Finanziari della Commissione Europea si precisa che nella valutazione dello *scoreboard* si farà particolare attenzione alla combinazione di alcune variabili che superino contemporaneamente i valori soglia. Per esempio, elevati deficit delle partite correnti associati ad un elevato indebitamento esterno possono segnalare l'imminenza di una crisi. Oppure elevati livelli del debito privato e pubblico associati ad un livello insostenibile di indebitamento esterno possono portare ad una crisi finanziaria.

2. Le Regole fiscali nel pacchetto di riforma della *governance* europea

2.1. Le proposte della Commissione

La crisi finanziaria che ha colpito l'Europa negli ultimi due anni ha avuto forti ripercussioni sulla solidità delle finanze pubbliche di molti Paesi. Da un lato, il minor prodotto aggregato ha portato ad una riduzione del gettito fiscale, all'attivazione degli stabilizzatori automatici e quindi ad un peggioramento dei saldi di finanza pubblica. Dall'altro lato, molti Paesi hanno posto in essere politiche fiscali espansive per sostenere l'economia ed evitare spinte deflattive, peggiorando ulteriormente i disavanzi di bilancio. L'effetto combinato è stato un aumento generalizzato del debito pubblico in tutti i paesi europei.

Fino ad oggi, l'attuazione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) si è limitata, nella pratica, a richiedere il rispetto della regola sul disavanzo e non al controllo del debito. In particolare, è previsto che la Procedura per Disavanzo Eccessivo (EDP) si apra quando il disavanzo strutturale supera il 3 per cento del PIL. Con la riforma del 2005 i paesi membri si sono impegnati a raggiungere l'Obiettivo di Medio Termine (ossia il pareggio di bilancio strutturale) con una riduzione dello 0,5 per cento annuo del saldo strutturale. Tuttavia, il saldo di bilancio strutturale si è dimostrato essere un indicatore insufficiente per valutare la situazione fiscale dei paesi, sia a causa della difficoltà di verificare la posizione ciclica dell'economia, sia per l'inadeguata considerazione delle entrate straordinarie non direttamente connesse all'andamento del ciclo (come quelle derivanti da una bolla creditizia).

Per questo motivo, la Commissione Europea ha proposto di introdurre regole fiscali più stringenti con l'obiettivo di realizzare un contesto di finanze pubbliche sostenibili. In particolare, la proposta tende a rafforzare sia il braccio preventivo che quello correttivo del PSC attraverso l'introduzione di una regola sulla spesa e di una regola numerica per la riduzione del debito, rendendo più completo il *fiscal framework* europeo.

Per quanto riguarda il braccio preventivo del PSC, la proposta mira a fondare il controllo delle finanze pubbliche sul nuovo concetto di una politica di bilancio prudente, la cui funzione è quella di agevolare il percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio termine (MTO). Come evidenziato nel Rapporto Van Rompuy, la recente crisi ha confermato l'impreparazione di alcuni paesi nel fronteggiare situazioni eccezionali (come paesi che non avevano operato sforzi di consolidamento adeguati nei periodi di

congiuntura favorevole, oppure hanno aumentato la spesa a fronte di entrate straordinarie).

Pur mantenendo la previsione di un percorso verso l'MTO basato sul miglioramento del saldo strutturale (pari allo 0,5 per cento annuo), il criterio di convergenza viene reso operativo con l'introduzione di un ulteriore principio basato appunto sulla evoluzione della spesa. Per i paesi che abbiano già raggiunto l'obiettivo di medio termine, la crescita annuale della spesa non dovrebbe essere superiore ad un tasso di crescita del PIL a medio termine definito come "prudente".

Per i paesi che non hanno raggiunto l'MTO, il tasso di crescita della spesa dovrebbe essere inferiore al tasso prudente di crescita del PIL a medio termine. Secondo il regolamento comunitario emendato, il tasso prudente di crescita a medio termine deve essere valutato sulla base delle proiezioni su un orizzonte temporale di dieci anni aggiornato a intervalli regolari.

Un livello di spesa superiore al tasso di crescita del PIL potrebbe essere attuato soltanto se l'obiettivo di medio termine fosse stato ampiamente superato. Quando invece l'obiettivo non fosse stato raggiunto ma un paese volesse comunque tenere un livello di spesa superiore ai limiti coerenti con l'evoluzione del PIL "prudente", l'eccedenza dovrebbe essere coperta da misure discrezionali sul lato delle entrate.

L'introduzione di una regola sulla spesa implicherebbe che le entrate temporanee (e parte delle risorse ordinarie per i paesi che non hanno raggiunto il MTO) siano destinate alla riduzione del disavanzo e quindi del debito.

Questo nuovo principio, che prende a riferimento l'evoluzione della spesa, costituirà il parametro di riferimento nell'ambito della valutazione dei piani di bilancio presentati dai paesi membri nei programmi di stabilità e crescita. Il mancato rispetto del limite sul tasso di crescita della spesa (o dell'attivazione delle eventuali misure compensative dal lato delle entrate) comporterà un avvertimento da parte della Commissione che, in caso di scostamento persistente o particolarmente grave, implicherà il coinvolgimento del Consiglio Europeo attraverso l'emissione di una raccomandazione ad adottare misure correttive. Il mancato rispetto di politiche prudenziali - definite nel modo indicato - può far aprire una procedura di sorveglianza.

Sulla EDP, e quindi sul braccio correttivo, interviene la proposta che cerca di rendere operativo il criterio del debito, ben presente nei Trattati, ma lasciato in una posizione marginale nell'applicazione della procedura di sorveglianza, principalmente per l'ambiguità della nozione di "ritmo adeguato di riduzione" richiesta per valutare lo sforzo di un paese per riportare al livello soglia il rapporto stesso.

L'andamento del debito sarà monitorato con più rigore e trattato alla stessa stregua dell'andamento del disavanzo ai fini dell'adozione delle decisioni nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi. Secondo la proposta della Commissione, gli Stati membri il cui debito superi il 60 per cento del PIL dovrebbero adottare misure per ridurlo ad un ritmo sufficiente. Nonostante una regola quantitativa debba essere ancora fissata, una possibilità suggerita dalla Commissione è una riduzione di un ventesimo all'anno negli ultimi tre anni del rapporto debito/PIL in eccesso del 60 per cento del PIL.

Il mancato rispetto del criterio del debito, però, non implica automaticamente l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo nei confronti di un paese, poiché la valutazione finale dovrebbe tener conto di alcuni fattori di rischio, quali un tasso di crescita della ricchezza nazionale particolarmente basso, la struttura del debito, il livello di indebitamento del settore privato, le passività implicite connesse all'invecchiamento (ovvero, la sostenibilità a lungo termine dei sistemi previdenziali). Questo approccio più flessibile potrebbe essere applicato anche a beneficio di quei paesi che intraprendono riforme del sistema pensionistico al fine di prendere in considerazione i costi netti di tali riforme in sede di valutazione dell'osservanza del criterio del debito.

2.2. Regole fiscali a confronto

Le regole sulla spesa, sul saldo strutturale (collegata all'MTO) e sul debito sono direttamente correlate tra loro, influenzando le modalità di conduzione della decisione di politica fiscale. Una breve analisi dell'andamento del debito pubblico italiano negli ultimi anni mette in luce le differenze e i legami che intercorrono tra questi tipi di regole. In generale, il tasso di crescita del debito pubblico può essere decomposto in tre fattori:

- Il **saldo primario** riflette le decisioni di politica economica. A parità di ogni altra condizione, un avanzo primario tende a ridurre il rapporto debito PIL o quanto meno ne evita il suo deterioramento.
- Il cosiddetto "**snow-ball effect**" rappresenta l'effetto combinato dei fattori non direttamente influenzabili dall'esecutivo e viene calcolato come differenza tra il tasso d'interesse sul debito pubblico e la crescita del PIL nominale. A parità di ogni altra condizione, tassi d'interesse più elevati portano ad un deterioramento del rapporto debito/PIL, mentre un tasso di crescita elevato dell'economia porta ad una sua

riduzione attraverso l'impatto sul denominatore e attraverso gli stabilizzatori automatici.

- L'ultimo fattore è il cosiddetto **stock-flow adjustment (SFA)**, legato solitamente ad operazioni finanziarie, come le privatizzazioni, con un effetto limitato nel tempo sull'andamento del debito pubblico. Tuttavia, grandi e persistenti *stock-flows* diventano motivo di preoccupazione, quando sono il risultato di una errata contabilizzazione, che potrebbe portare ad una revisione dei saldi di finanza pubblica in futuro.

La tabella 1 decompone la variazione del debito nelle tre componenti, riportando i dati per il periodo 1998-2012. Valori negativi delle tre componenti implicano un contributo positivo alla riduzione del debito. Come si può notare, la consistente riduzione del debito tra il 1999 e il 2001 è stata principalmente dovuta al conseguimento di consistenti avanzi primari, intorno al 5 per cento del PIL; negli anni successivi gli avanzi primari si sono ridotti, ma il debito ha continuato a stabilizzarsi grazie, principalmente, alla riduzione della spesa per interessi (passata dal 9 per cento del PIL nel 1997 al 4 per cento negli anni successivi all'ingresso nell'Euro).

La riduzione della spesa per interessi è riuscita a contrastare gli effetti di una crescita economica piuttosto stagnante negli ultimi 10 anni (una crescita media del periodo pari allo 0,6 per cento); l'azione combinata di bassi tassi d'interesse e di bassa crescita economica è catturata da uno *snow-ball effect* piuttosto contenuto.

E' interessante notare come tra il 2002 e il 2003 la componente *stock-flow adjustment* abbia contribuito in modo determinante alla riduzione del livello del debito, attraverso la contabilizzazione delle licenze UMTS. L'aumento del 9 per cento del debito pubblico nel 2009 è da ascrivere al crollo del 5 per cento dell'attività produttiva in seguito alla crisi finanziaria (misurato da uno *snow-ball effect* pari all'8,3 per cento) e alla correlata riduzione delle entrate che ha portato ad un disavanzo primario pari allo 0,6 per cento del PIL.

Per gli anni a venire, le previsioni indicate nella Decisione di finanze pubblica di settembre scorso scontano una lenta ripresa dell'attività produttiva e un miglioramento del saldo primario, che porterebbero a una stabilizzazione del debito nel 2012.

Tabella 1. Variazione del debito pubblico e sua decomposizione.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1) Livello del debito in percentuale del Pil	114,9	113,7	109,2	108,7	105,5	104,3	103,9	106,4	106,5	103,4	106,1	115,7	118,5	119,2	117,5	115,20
2) Variazione del debito		-1,04	-3,96	-0,46	-2,94	-1,14	-0,38	2,41	0,09	-2,91	2,61	9,05	2,42	0,59	-1,43	-2,0
3) di cui: Disavanzo primario*		-4,9	-5,5	-3,2	-2,7	-1,7	-1,3	-0,4	-1,3	-3,5	-2,5	0,6	0,3	-0,8	-2,2	-2,60
4) Snow-ball effect		1,4	-0,7	1,7	2,1	2,1	0,8	1,4	0,1	1,3	2,9	8,3	1,18	1,34	0,95	0,9
5) Stock-flow adjustment		2,46	2,24	1,04	-2,38	-1,56	0,16	1,43	1,26	-0,73	2,16	0,20	0,94	0,06	-0,18	-0,31

*Segni positivi indicano un disavanzo primario, segni negativi un avanzo primario

Fonte: DFP 2011-2013

In generale, imporre una regola sul debito implicherebbe definire la variazione del debito quale obiettivo di *policy* (ovvero stabilire i numeri indicati sulla riga 2 della tabella 1): qualsiasi variazione nella crescita (che influisce sia sull'avanzo primario sia sullo *snow-ball effect*) o nel costo del debito (che influisce sullo *snow-ball effect*) dovrebbero essere corrispondentemente compensate da un intervento sul saldo primario o da una operazione straordinaria (SFA).

Le differenze maggiori che intercorrono tra la regola sul debito e quella sul saldo strutturale sono il grado di rigidità e la capacità di realizzare l'obiettivo di riduzione del debito. La regola sul debito è più efficace - ovviamente - perché porta ad una riduzione del debito a prescindere dall'andamento delle altre variabili che ne influenzano la formazione dello *stock*. Una regola sul saldo, al contrario, potrebbe non garantire la riduzione del debito, perché l'indebitamento netto rappresenta soltanto una delle componenti che contribuiscono alla variazione del debito.

Per esempio, un tasso di crescita del PIL particolarmente basso oppure il ricorso ad operazioni straordinarie peggiorative del debito (che vengono ricomprese nello *stock-flow adjustment* e non nell'avanzo primario), potrebbero portare ad un aumento dello *stock* del debito, anche qualora fosse rispettata la regola sul saldo. Questo non potrebbe accadere con la regola sul debito, in quanto il ricorso ad operazioni fuori bilancio dovrebbe portare ad un maggiore sforzo in termini di saldo primario, riducendo così la tentazione di eludere la regola sul saldo attraverso il ricorso ad operazioni straordinarie.

Tuttavia, la regola sul debito risulta essere più rigida, in quanto, a differenza di quella sul saldo strutturale che per definizione viene corretto per il ciclo, rischia di avere effetti fortemente pro-ciclici. La prociclicità della regola deriva dal fatto di dover compensare con azioni correttive sulle altre componenti (sullo *stock-flow*, ma principalmente sull'avanzo primario) una eventuale dinamica del PIL particolarmente negativa. Questo rappresenta un limite, in quanto potrebbe imporre azioni anche fortemente restrittive nelle fasi recessive.

Si potrebbe ipotizzare che, per ovviare a questo tipo di problematica, una regola sul debito dovrebbe incorporare adeguati correttivi che

consentano di attenuare eventuali dinamiche negative del PIL, consentendo in tal modo un maggior grado di flessibilità nelle fasi negative del ciclo (bad times). In questo modo si ridurrebbe il trade-off tra efficacia e rigidità della regola.

Una regola che impone, su base triennale, una misura quantitativa di riduzione del debito sembrerebbe comportare una correzione più ampia per paesi caratterizzati da debito elevato (molto superiore al 60 per cento) e il cui rapporto debito/PIL sia cresciuto nel periodo di riferimento. In tali casi, la regola sul debito diventerebbe più stringente rispetto alle altre, costringendo ad un adeguamento dei saldi di bilancio particolarmente significativo.

Nel caso di paesi che presentino livelli più bassi di debito o realizzino un percorso costante di riduzione del saldo la regola sul debito potrebbe risultare equivalente alla vigente regola sul saldo. Nel caso di paesi che abbiano già raggiunto l'MTO, il mantenimento dell'obiettivo di pareggio dovrebbe in linea generale consentire di realizzare l'obiettivo di riduzione dl debito.

3. Le proposte di emissione di titoli europei

3.1. L'emissione *e-bond* ai fini di stabilizzare i mercati

Le difficoltà registrate sui mercati dei titoli di Stato dei paesi europei hanno stimolato nel corso dell'anno alcuni contributi⁴ che mirano, da un lato, ad identificare le criticità che hanno dato luogo a queste difficoltà e, dall'altro, ad avanzare proposte che consentano di superare tali criticità.

La liquidità⁵ dei titoli di Stato è stata individuata da più parti come la questione principale. La scarsa liquidità è stata associata alla frammentarietà dei mercati dei titoli di Stato, emessi esclusivamente a livello nazionale, che non permette infatti di raggiungere la massa critica necessaria a generare una liquidità tale da permettere una competizione alla pari con i titoli emessi da altri emittitori (come ad esempio Usa, Giappone e Cina). Anche il *Bund* tedesco, che tra i titoli europei risulta essere il più liquido, non riesce a tenere il confronto quando inserito nel contesto più ampio dei mercati mondiali.

La frammentarietà e la scarsa liquidità dei titoli di Stato determinano una serie di inconvenienti per i paesi emittenti. In primo luogo, a risentirne è il costo delle emissioni: la scarsa liquidità si riflette sui tassi di interesse richiesti dal mercato per l'acquisto dei titoli, che possono risultare più elevati del necessario. Questo si ripercuote a sua volta sui costi sostenuti da imprese e famiglie. Le imprese vedono aumentare il costo dei finanziamenti richiesti al settore bancario per fronteggiare le proprie esigenze. Inoltre, la liquidità può limitare le prospettive di crescita delle piccole imprese che, nel caso volessero ricorrere al finanziamento attraverso l'emissione di obbligazioni, dovrebbero fronteggiare costi molto elevati per via del collegamento tra i tassi passivi e gli elevati tassi sui titoli del debito pubblico. La scarsa liquidità si riflette anche sui costi sostenuti dalle famiglie, per le quali i tassi di interesse passivi sono parametrati sui tassi dei titoli di Stato.

A risentire di queste criticità sono anche i flussi di capitali stranieri. Mercati frammentati e scarsamente liquidi incontrano difficoltà nell'attrazione degli investimenti. Qualora i capitali affluissero, potrebbe essere necessario corrispondere premi per la liquidità elevati per

⁴ Si veda: Monti, M., "Una strategia per il mercato unico: Rapporto al Presidente della Commissione Europea", maggio 2010; Monti, M., "Titoli europei in aiuto all'euro", Corriere della Sera, 2 dicembre 2010; Juncker, J.C. e Tremonti, G. "Euro wide bonds would help to end the crisis", Financial Times, 6 dicembre 2010.

⁵ Con il termine liquidità si intende l'idoneità di un'obbligazione a tramutarsi in carta moneta in tempi brevissimi e senza spese elevate. La liquidità di un'obbligazione di uno Stato sovrano dipende dalle caratteristiche del mercato (conosciuto come mercato secondario) su cui questi titoli vengono scambiati in un momento successivo alla loro emissione.

remunerare investitori disposti a fornire i propri risparmi, che si risolverebbe in un trasferimento di ricchezza verso l'estero.

Per rimediare a queste criticità è stata avanzata la proposta di emettere titoli europei (cd. *e-bonds*) da parte di una Agenzia del Debito europea. L'idea non è nuova. Sin dagli anni Ottanta (su proposta dell'allora Presidente della Commissione europea Jacques Delors) ne era stata sostenuta l'opportunità come strumento a favore della crescita, utile per finanziare le grandi opere infrastrutturali (cfr. anche paragrafo successivo). Le attuali proposte individuano un obiettivo diverso per questi strumenti: mettere in comune una parte del debito pubblico dei paesi europei.

Uno studio predisposto dal *think-tank* Bruegel⁶ ha analizzato gli aspetti tecnici di questa proposta. In sostanza, il debito pubblico degli Stati membri verrebbe diviso in due parti.

La prima sarebbe costituita dalla quota di debito inferiore ad una certa soglia del PIL (per la quale è stato proposto il parametro del 60 per cento previsto dal Patto di Stabilità e Crescita). L'Agenzia del Debito dovrebbe unire la quota di debito pubblico di ciascuno stato membro a questa soglia e, successivamente, potrebbe raccogliere risorse sul mercato attraverso l'emissione di titoli del debito europei. Il mercato degli *e-bonds* potrebbe così raggiungere un livello di liquidità comparabile con quello dei titoli statunitensi, con effetti positivi sia in termini di riduzione dei costi di emissione che di attrazione degli investimenti esteri.

La parte di debito eccedente la soglia prevista resterebbe a carico dei singoli paesi membri, che dovrebbero provvedere al finanziamento attraverso le attuali modalità di emissione nazionali.

Rispetto allo stato attuale, questo meccanismo permetterebbe agli Stati membri l'accesso ad un determinato volume di risorse ad un costo più basso. In situazioni di mercato normali il meccanismo in questione non dovrebbe coprire interamente le emissioni degli Stati membri.

Secondo lo studio di Bruegel, l'emissione di *e-bonds* avrebbe ricadute positive anche sulla parte di debito eccedente la soglia individuata. La diversità delle condizioni di finanziamento cui sono sottoposte le due porzioni di debito costituisce un forte incentivo per gli Stati a ridurre in tempi rapidi la quota di debito finanziata con le emissioni nazionali. Il meccanismo potrebbe avere il duplice vantaggio di implicare una maggiore disciplina fiscale e un minor costo medio delle emissioni rispetto a quanto attualmente in vigore. In circostanze eccezionali caratterizzate da difficoltà di collocamento dei titoli nazionali da parte degli Stati membri, l'Agenzia potrebbe anche arrivare a coprire l'intera necessità di finanziamento, evitando il costituirsi di situazioni critiche su determinati mercati nazionali.

⁶ Bruegel policy brief, "*The Blue Bond Proposal*", maggio 2010.

Per rendere immediatamente operativo questo meccanismo, è stato proposto che l'Agenzia del Debito offra delle linee di conversione (nel linguaggio tecnico conosciute come *swap*) attraverso le quali scambiare i propri titoli con quelli emessi dagli Stati membri che sono in circolazione sui mercati secondari. Lo scambio sarebbe utile per quei titoli maggiormente sotto pressione da parte del mercato. Al fine di evitare il costituirsi di comportamenti opportunistici da parte degli emittenti, la conversione dovrebbe avvenire per mezzo di un'asta allo sconto, determinato in modo da tener conto dello stress cui sono sottoposti i titoli che vengono scambiati.

Secondo i sostenitori delle proposte, il meccanismo delineato dovrebbe essere in grado di contenere le tensioni sui mercati del debito pubblico e pertanto bloccare gli effetti negativi che ne conseguono per i mercati nazionali. Particolarmente importante è la definizione della soglia oltre la quale il collocamento debito resta a carico degli Stati nazionali. In questo caso si potrebbero aprire due vie: stabilire una soglia omogenea per tutti gli Stati oppure si potrebbe prevedere un sistema di soglie più articolato, parametrato sul grado di sostenibilità delle politiche fiscali attuate da ciascuno stato.

Il sistema dovrebbe pertanto incentivare i paesi con livelli di debito superiori alla soglia individuata a mettere in atto politiche di riduzione del debito che possano diminuire i costi di emissione. Inoltre, questo potrebbe anche ridurre il rischio di dover ideare interventi di salvataggio per quegli Stati che si trovano in una situazione di debolezza tale da precludere l'accesso al finanziamento del proprio debito.

3.2. L'emissione *e-bond* per coniugare rigore e crescita

Gli interventi attuati nel corso degli anni dalle autorità europee hanno considerato la disciplina di bilancio come una condizione necessaria per ottenere un profilo di crescita. Il legame tra la sostenibilità dei conti pubblici e la crescita economica è sottolineato sia dal Governatore della Banca d'Italia nell'introduzione al primo Rapporto sulla Stabilità Finanziaria presentato il 6 dicembre, sia nel Bollettino mensile della BCE⁷.

Alcuni commentatori hanno recentemente evidenziato come la disciplina di bilancio possa non essere sufficiente per garantire la

⁷ Il "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria" è disponibile all'indirizzo <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/stabilita-finanziaria/rapporto-stabilita-finanziaria/2010/rapstaeco-1>. Il Bollettino mensile della BCE è disponibile in versione italiana all'indirizzo <http://www.bancaditalia.it/eurosistema/comest/pubBCE/mb/2010/dicembre/mb201012>.

sostenibilità dei debiti sovrani dei paesi dell'area euro⁸. Questi interventi sottolineano la necessità di prestare la dovuta attenzione alla crescita economica. Il rilancio del mercato interno e forti investimenti infrastrutturali europei sono gli interventi individuati per stimolare la crescita. Il rilancio del mercato interno dovrebbe passare attraverso interventi concentrati sul mercato del lavoro che riescano a realizzare la flessibilità necessaria ad innalzare la produttività, che può determinare positive ripercussioni sui redditi ed i consumi interni. L'apertura del comparto dei servizi (grandi reti energetiche, di trasporto e di telecomunicazioni, professioni) dovrebbe fornire, attraverso una riduzione dei costi, un ulteriore stimolo alla crescita dei redditi, degli investimenti e dell'occupazione. Il rafforzamento della domanda interna può essere inoltre realizzato attraverso gli investimenti nelle infrastrutture a rete, utili anche nel completamento del mercato interno. A tal proposito, la proposta ritiene poco efficaci i progetti legati al Ten (*Trans European Networks*) e suggerisce la necessità di individuare una nuova lista di priorità che si focalizzi sulle strozzature che impediscono al mercato interno di funzionare. Il finanziamento di questi interventi richiederebbe il coinvolgimento di risorse sia pubbliche che private, basate su tecniche innovative per l'aggiudicazione dei contratti che offrano rendimenti appropriati agli investitori privati nel lungo periodo. L'emissione di *Union Bond* da parte della Bei e della Bers potrebbe fornire un contributo in tal senso.

⁸ Amato, Baldwin, Gros, Micossi e Padoan, 7 dicembre 2010, "*Un nuovo Patto per crescita e stabilità*", disponibile su <http://www.ceps.eu/book/renewed-political-deal-sustainable-growth-within-eurozone-and-eu-open-letter-president-european>.

Annex C - Table C1: Scoreboard year 2001

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	4.5	56.6	-3.5	3.6	2.9	-7.6	187	107
DE	-0.9	4.0	-6.7	-2.7	-1.5	-6.8	158	59
IE	-0.3	-15.0	-8.5	6.7	9.6	n.a.	183	35
EL	-9.5	-42.3	-9.9	10.9	11.7	2.0	77	104
ES	-3.7	-34.3	-5.5	7.6	6.4	0.6	196	56
FR	1.6	15.2	-7.2	4.1	6.1	-0.6	179	57
IT	0.4	9.3	-7.8	3.7	3.1	-2.2	127	109
CY	-3.7	-47.5	-8.2	0.4	n.a.	-18.0	226	52
LU	10.1	69.8	-1.6	4.6	10.4	n.a.	n.a.	6
MT	-6.6	13.7	-1.9	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	62
NL	5.3	-6.8	-3.2	3.7	6.6	-10.2	226	51
AT	-1.0	-19.3	-4.6	-1.0	0.4	-3.7	132	67
PT	-10.1	-46.6	-2.4	3.5	2.1	-2.8	273	51
SI	-2.4	-4.1	-3.0	4.1	n.a.	n.a.	114	27
SK	-4.5	-28.4	-8.5	-5.5	n.a.	11.1	130	49
FI	7.7	-82.8	-5.7	-3.9	n.a.	-21.1	150	42
BG	-5.7	-0.6	4.3	3.7	n.a.	n.a.	110	66
CZ	-4.1	-10.9	-4.9	-9.0	n.a.	-7.5	129	25
DK	2.2	-16.5	-5.2	0.3	3.5	6.4	203	49
EE	-8.6	-47.9	-5.7	1.5	n.a.	-0.9	121	5
LV	-7.1	-37.9	-0.5	7.5	n.a.	1.4	94	14
LT	-7.2	-33.9	-1.6	-7.8	n.a.	-1.2	64	23
HU	-6.9	-73.0	-5.6	9.6	n.a.	-13.0	111	52
PL	-4.3	-31.9	18.8	-1.6	n.a.	-8.7	104	38
RO	-4.5	-15.6	18.5	4.4	n.a.	-4.5	130	26
SE	4.7	-15.0	-5.1	3.4	5.7	-10.1	260	54
UK	-2.4	-13.5	3.5	1.3	6.1	1.0	177	38

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C2: Scoreboard year 2002

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	4.8	43.0	-1.7	1.8	5.2	-6.9	187	104
DE	0.2	-2.1	-6.3	-4.2	-3.1	-1.5	160	60
IE	-0.4	-20.0	-8.0	3.6	0.7	n.a.	200	32
EL	-12.0	-57.2	-0.9	3.1	11.2	-0.4	83	102
ES	-4.0	-38.4	-3.6	6.9	12.9	-4.2	201	53
FR	1.0	12.9	-4.6	2.4	7.3	-12.2	177	59
IT	-0.1	-4.3	-4.4	4.2	9.1	2.7	135	106
CY	-4.2	11.5	-4.6	2.6	n.a.	11.8	240	65
LU	10.8	123.5	-0.9	5.8	9.6	n.a.	n.a.	6
MT	-4.6	38.1	-1.2	n.a.	7.0	n.a.	n.a.	60
NL	5.9	-0.9	0.7	0.7	3.5	-4.0	227	51
AT	0.4	-20.3	-5.4	-1.2	-0.4	-2.1	132	66
PT	-10.0	-54.7	-0.4	1.5	-2.4	-17.4	270	54
SI	-0.9	-3.5	-1.7	0.2	n.a.	n.a.	115	28
SK	-5.7	-27.5	-5.4	11.7	n.a.	1.2	126	43
FI	8.2	-35.6	-5.0	-2.1	n.a.	4.9	152	42
BG	-5.3	-8.7	4.6	3.3	n.a.	-4.1	114	52
CZ	-5.4	-17.5	10.7	-3.6	n.a.	-1.3	132	28
DK	2.3	-16.4	-2.2	-2.3	1.9	-13.9	201	48
EE	-6.5	-53.8	-4.4	10.6	n.a.	4.9	133	6
LV	-6.3	-41.3	-5.8	8.4	n.a.	-4.1	93	13
LT	-5.3	-33.3	3.3	0.5	n.a.	4.2	67	22
HU	-6.6	-75.4	8.1	12.1	n.a.	1.9	111	56
PL	-3.3	-36.3	8.9	-5.6	n.a.	-10.2	111	42
RO	-3.5	-20.7	-3.4	8.1	n.a.	-6.2	103	25
SE	4.9	-13.2	-4.1	2.3	4.8	-23.1	254	52
UK	-2.1	-12.0	4.6	2.3	19.5	3.4	187	37

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C3: Scoreboard year 2003

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	5.3	43.1	1.0	0.1	5.4	11.8	201	99
DE	1.4	-3.2	-2.2	-4.7	-2.7	-1.6	160	64
IE	0.0	-22.6	-0.1	3.5	10.2	-24.5	190	31
EL	-12.1	-65.4	2.1	5.8	2.0	-4.8	84	97
ES	-4.0	-43.1	1.0	6.4	14.5	0.3	210	49
FR	0.7	8.3	-0.1	0.4	10.0	2.4	175	63
IT	-0.3	-3.6	3.2	3.4	3.4	-1.1	140	104
CY	-3.3	4.7	6.5	5.3	4.0	-9.3	238	69
LU	9.1	155.9	1.7	5.5	8.9	n.a.	n.a.	6
MT	-1.5	44.7	6.0	n.a.	12.4	n.a.	n.a.	69
NL	5.8	15.1	5.4	-2.3	1.3	-3.8	233	52
AT	1.2	-15.7	-2.7	0.5	-1.3	2.4	135	66
PT	-8.6	-56.6	4.7	-3.3	-1.8	1.6	276	55
SI	-0.1	-6.5	-0.2	1.6	n.a.	-1.0	119	27
SK	-6.9	-36.4	2.3	-1.4	33.1	-4.9	125	42
FI	7.4	-20.9	-0.9	-0.3	n.a.	2.3	159	45
BG	-5.4	-20.6	7.9	3.8	n.a.	16.2	135	44
CZ	-6.0	-22.5	12.2	-1.4	n.a.	0.2	134	30
DK	3.0	-12.1	2.9	-1.6	1.9	-6.4	203	46
EE	-11.5	-66.3	2.1	4.7	n.a.	-2.6	138	6
LV	-7.5	-36.9	-8.1	10.2	n.a.	5.7	101	15
LT	-5.5	-34.1	6.9	13.8	n.a.	2.2	70	21
HU	-6.8	-82.6	10.6	5.1	n.a.	5.5	126	58
PL	-2.1	-42.9	-7.3	-6.4	n.a.	-1.8	98	47
RO	-3.9	-27.6	-1.7	9.1	n.a.	4.3	104	21
SE	5.6	-21.6	0.3	1.0	5.0	4.2	245	52
UK	-1.8	-11.2	1.4	3.8	17.0	-1.7	193	39

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C4: Scoreboard year 2005

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	4.4	25.6	-0.3	2.7	10.0	-0.2	192	92
DE	4.0	12.6	-5.3	-4.5	-2.9	4.8	153	68
IE	-0.8	-23.4	9.0	7.9	5.4	7.7	243	28
EL	-11.2	-84.4	5.3	5.4	7.6	4.0	99	100
ES	-5.8	-55.8	4.9	4.9	10.5	9.1	242	43
FR	-0.7	8.0	1.3	1.2	13.4	6.2	189	66
IT	-0.9	-2.5	6.7	2.0	5.4	1.1	149	106
CY	-4.4	18.9	7.8	5.5	9.6	-0.6	247	69
LU	10.3	120.7	2.3	3.2	8.6	n.a.	n.a.	6
MT	-5.9	35.5	4.5	n.a.	7.3	n.a.	n.a.	70
NL	7.4	27.4	3.7	-1.7	1.8	6.7	241	52
AT	2.0	-12.9	-3.6	2.8	2.5	3.5	138	64
PT	-8.5	-66.8	7.2	-4.0	-0.4	2.5	282	62
SI	-1.8	-12.0	-0.2	3.3	13.6	9.0	134	27
SK	-7.1	-43.4	16.1	1.2	-25.8	10.4	119	34
FI	5.0	-16.6	0.3	5.8	n.a.	-2.5	169	42
BG	-7.6	-66.6	7.0	6.4	n.a.	8.9	174	27
CZ	-4.6	-27.2	19.3	2.4	n.a.	1.4	144	30
DK	3.6	3.3	4.6	2.2	16.1	2.8	223	37
EE	-18.4	-85.1	8.2	10.8	n.a.	10.2	164	5
LV	-11.2	-59.2	1.1	14.2	n.a.	10.5	145	12
LT	-7.1	-46.9	14.2	13.8	n.a.	7.7	91	18
HU	-8.7	-101.8	20.2	1.0	n.a.	6.4	147	62
PL	-2.3	-45.6	-2.3	2.2	n.a.	1.6	84	47
RO	-6.5	-38.6	24.1	9.2	n.a.	4.8	105	16
SE	6.9	-10.6	-3.2	1.3	8.0	15.1	229	50
UK	-2.1	-19.1	6.4	3.2	2.8	-1.1	215	42

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C5: Scoreboard year 2006

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	3.7	18.2	1.8	5.3	8.8	15.0	200	88
DE	5.6	17.9	-8.2	-3.1	-0.8	2.4	152	68
IE	-2.3	-5.6	11.7	7.6	11.0	8.6	264	25
EL	-11.3	-96.8	6.4	8.4	8.8	n.a.	n.a.	98
ES	-7.5	-65.7	7.0	5.0	6.8	9.8	269	40
FR	-1.4	4.9	2.4	2.2	10.0	3.4	198	64
IT	-1.2	-0.4	8.0	1.8	3.1	0.5	154	107
CY	-5.9	39.5	7.1	5.5	7.9	n.a.	n.a.	65
LU	11.1	138.5	2.5	4.4	8.6	n.a.	n.a.	7
MT	-8.0	29.2	5.2	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	63
NL	8.4	38.4	3.5	0.9	2.4	0.4	244	47
AT	2.6	-9.0	-3.4	0.7	1.9	-0.7	139	62
PT	-9.8	-77.4	6.5	-2.0	-1.1	0.8	291	63
SI	-2.3	-18.2	-0.1	7.4	15.4	-0.2	141	27
SK	-7.8	-46.5	21.2	12.4	11.9	3.1	125	30
FI	4.8	-14.2	-0.4	4.8	5.0	7.1	178	40
BG	-11.6	-111.0	10.3	10.5	n.a.	-5.0	180	22
CZ	-3.1	-36.2	26.0	3.8	n.a.	3.2	138	29
DK	3.4	-1.9	5.8	3.2	19.6	11.6	245	32
EE	-13.2	-73.6	15.6	17.1	n.a.	15.4	198	4
LV	-15.9	-69.3	14.4	16.8	n.a.	13.9	172	11
LT	-8.3	-50.4	23.1	13.2	n.a.	2.5	105	18
HU	-8.5	-105.2	14.4	2.4	n.a.	1.1	158	66
PL	-2.8	-52.9	-1.2	7.1	n.a.	6.0	92	48
RO	-8.4	-43.9	32.6	14.6	n.a.	21.5	130	12
SE	7.2	-5.2	-4.8	3.9	11.0	-7.9	231	45
UK	-2.7	-31.0	8.8	1.8	5.8	5.9	230	43

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C6: Scoreboard year 2008

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness REER-IC35 (ULC defl.)*	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of	Net foreign assets as a sh. of GDP		Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	2.8	50.4	6.1	3.6	1.0	-1.4	224	90
DE	7.0	21.2	-8.7	-0.6	-1.1	-1.4	151	66
IE	-5.0	-55.6	24.0	-1.4	-12.5	17.1	335	44
EL	-15.0	-91.6	11.1	3.7	-1.5	n.a.	n.a.	101
ES	-9.6	-80.4	14.2	1.9	-3.0	-18.2	286	40
FR	-2.3	-4.2	4.8	2.2	-1.6	-1.1	210	67
IT	-2.3	-6.8	12.1	0.0	1.1	-6.3	171	106
CY	-12.1	3.9	5.9	6.3	8.2	n.a.	n.a.	48
LU	8.5	71.5	9.6	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	14
MT	-7.0	n.a.	11.9	n.a.	-5.8	n.a.	n.a.	63
NL	7.4	42.2	5.9	4.3	0.8	-1.2	239	58
AT	3.7	-6.8	-3.8	2.7	-1.4	-2.1	147	62
PT	-11.1	-93.8	7.5	-1.7	1.3	-8.9	313	64
SI	-4.6	-33.0	2.9	12.5	-2.2	-11.6	168	22
SK	-6.7	-43.2	40.5	10.9	17.5	-9.7	126	28
FI	4.1	-4.1	2.8	2.1	-2.9	5.7	203	34
BG	-19.4	-108.3	37.8	12.9	n.a.	14.4	265	14
CZ	-1.8	-36.4	47.8	3.9	n.a.	-1.2	138	30
DK	2.2	-8.8	15.4	0.8	-7.7	-2.8	263	34
EE	n.a.	-75.9	47.8	8.6	n.a.	-20.4	220	5
LV	-19.3	-78.5	65.0	11.5	n.a.	-29.4	173	20
LT	-12.8	-55.3	33.5	14.4	n.a.	-15.0	133	16
HU	-7.2	-107.0	26.2	-3.2	n.a.	4.8	201	72
PL	-4.3	-56.1	15.7	9.0	n.a.	3.4	116	47
RO	-11.9	-66.7	71.5	27.8	n.a.	-15.1	180	13
SE	8.4	-6.3	-4.9	3.3	0.4	-5.1	262	38
UK	-2.5	-5.6	-3.8	1.0	-11.4	-7.1	240	52

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Table C7: Scoreboard year 2009

Country	External imbalances			Internal imbalances				
	External position		Competitiveness	Housing		Indebtness		
	Current account as a sh. of GDP	Net foreign assets as a sh. of GDP	REER-IC35 (ULC defl.)*	Constr. real VA	Real house prices	Private sector credit as sh. of GDP	Private sector debt as sh. of GDP	Public sector debt as sh. of GDP
BE	2.3	34.7	7.8	-0.4	n.a.	-27.3	223	96
DE	6.5	29.9	-5.8	-0.9	-0.4	-3.5	154	74
IE	-4.7	n.a.	20.2	-13.2	-9.1	-18.0	387	66
EL	-15.4	-104.0	12.8	-9.3	n.a.	n.a.	n.a.	117
ES	-8.4	-90.4	12.4	-1.8	-6.7	-21.1	289	53
FR	-2.6	-11.9	5.1	0.0	n.a.	-5.5	224	78
IT	-2.7	n.a.	14.6	-2.9	n.a.	n.a.	n.a.	116
CY	-12.7	n.a.	10.3	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	56
LU	6.9	88.0	12.7	-1.9	n.a.	n.a.	n.a.	14
MT	-6.0	n.a.	11.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	69
NL	5.5	63.5	8.7	2.1	-2.8	-5.2	251	61
AT	3.4	n.a.	-1.9	1.0	n.a.	-3.7	156	67
PT	-11.0	-106.0	8.7	-4.1	2.2	-8.8	332	75
SI	-4.2	-35.3	9.2	2.3	n.a.	-17.9	180	35
SK	-5.0	-69.4	54.2	3.6	-12.1	-1.7	139	36
FI	3.0	-1.3	8.7	-1.4	-1.4	-28.3	213	44
BG	-16.4	-115.0	50.0	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	14
CZ	-1.5	-46.7	41.5	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	35
DK	2.5	1.7	18.9	-5.6	n.a.	-14.4	276	41
EE	n.a.	-84.5	48.0	-7.8	n.a.	-31.5	244	7
LV	-8.9	-85.1	51.8	-6.8	n.a.	n.a.	n.a.	37
LT	-8.5	-61.1	29.4	-7.0	n.a.	-51.2	132	30
HU	-4.8	-116.4	13.0	-4.4	n.a.	-29.9	209	78
PL	-3.9	-65.1	-7.0	8.4	n.a.	-14.3	110	51
RO	-9.8	-65.4	56.0	15.4	n.a.	-22.5	211	24
SE	8.2	-7.2	-12.2	n.a.	-2.2	-11.4	266	42
UK	-1.8	-21.3	-12.3	-2.9	-11.4	-21.8	243	68

Note: * for EA Member States, the threshold is +/-4%; whereas for non EA Member States, the threshold is +/-7%.

Il testo del presente dossier è disponibile in formato elettronico sulla url
<http://www.senato.it/documentazione/bilancio>