

# POLITICA ECONOMICA - 18:

Regole di bilancio: dal Patto di stabilità e crescita al Fiscal Compact.

---

LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

# Giustificazioni per le regole di bilancio nell'UEM

- Per le **teorie AVO**, al fine di contrastare gli shock asimmetrici, i bilanci dei membri di un'unione monetaria (UM) dovrebbero essere gestiti in modo "flessibile" (alternativa ai bilanci centralizzati).
- Quali sono allora le giustificazioni del Patto di Stabilità?
  - **Esternalità negative:** un paese indebitato, specie se di grandi dimensioni, può far salire – attraverso un drenaggio sui risparmi a livello di unione – il tasso d'interesse medio dell'UM, con **spillover** ovvero esternalità negative sugli altri paesi (essi dovranno ad es. adottare politiche restrittive per far fronte agli accresciuti oneri sul debito).
    - Oppure rischi di **contagio** nel caso ci si avvicini a situazioni di **default**.
  - **Incentivi a disavanzi e debiti:** in un'UM continua a pesare, sul debito dei singoli paesi, solo il premio per il rischio di inadempienza (*default*), non il rischio di cambio; la probabile ↓ all'avvio dell'UM, potrebbe essere un incentivo per i governi a creare debito.
    - Un altro incentivo è connesso alla possibilità che un paese faccia affidamento su un **salvataggio** da parte degli altri paesi (problema della credibilità della clausola di *no bail-out*).
  - **Interferenze con la politica monetaria:** ci potrebbero essere pressioni sulla BCE, da parte dei paesi molto indebitati, per una politica meno restrittiva, intaccando anche la credibilità anti-inflazionistica della stessa BCE.

# Rischio di *default* in un'Unione Monetaria

- Un **default** è **più o meno probabile in un'UM?**
  - Secondo Mc Kinnon lo è di più, per il venir meno della possibilità di creare sorprese inflazionistiche per ridurre il valore reale del debito.
  - Lo è di meno se le aspettative dei mercati finanziari migliorano all'avvio dell'UM, soprattutto se la clausola **no bail out** non è creduta.
- All'avvio dell'UEM (1999) il **rischio di default** era molto basso, così come percepito dai mercati ed incorporato negli *spread* (rispetto ai *bund* tedeschi).
  - Per esempio, 29 punti base per l'Italia.
  - Quindi l'evidenza dei primi anni di vita dell'euro sembrava disconfermare l'ipotesi di Mc Kinnon.
- **Evidenza empirica** relativa all'UEM (*cfr. tabella*):
  - Il differenziale dei tassi d'interesse tra i titoli italiani e quelli tedeschi espressi nelle **valute nazionali** ( $r_I^€ - r_G^{DM}$ ) era di 444 punti base nel marzo 1996;
  - nello stesso mese, il differenziale sui titoli in valuta comune ( $r_I^{DM} - r_G^{DM}$ ) era di 81 punti: quest'ultimo è una misura del **default risk**, mentre lo scarto tra questi due differenziali rappresenta il rischio svalutazione;
  - il differenziale sui titoli in euro ( $r_I^€ - r_G^€$ ), nell'agosto 1999, era già sceso a 29 punti; ulteriormente ridottosi a 17 nel 2004.
- C'era stata una **riduzione del premio al rischio di default** già durante la convergenza verso l'UEM e nei primi anni dell'euro; quindi assenza di effetti *spillover* (mercati dei capitali inefficienti?)

## *Spread* sui tassi d'interesse prima e dopo l'euro

**TAB.9.2.** Differenziale di interesse con la Germania (titoli decennali) in punti base, 1996, 1999 e 2004

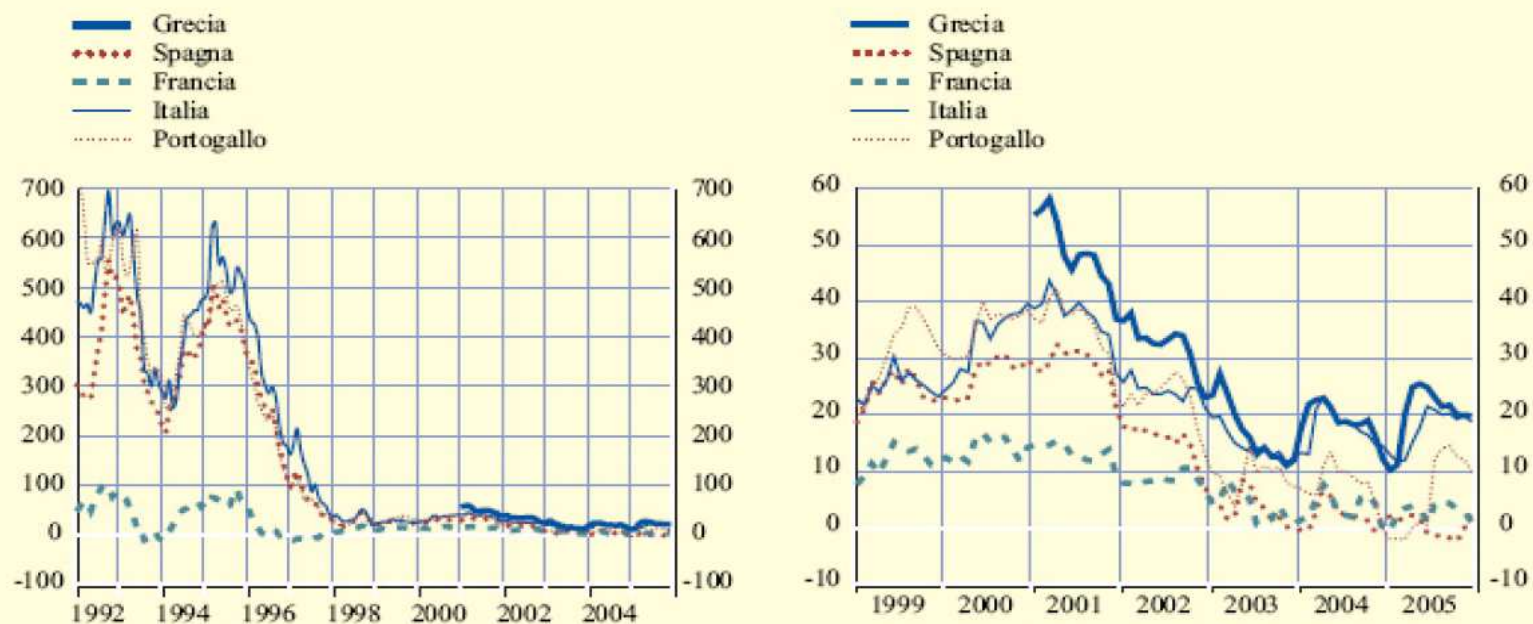
	<b>MARZO 1996</b>		<b>AGOSTO 1999</b>	<b>SETTEMBRE 2004</b>
	IN VALUTA NAZIONALE	IN VALUTA COMUNE (DM)	IN EURO	IN EURO
Austria			23	5
Belgio	50	27	30	8
Finlandia			26	10
Francia	37	21	11	2
Irlanda			28	-10
Italia	444	81	29	17
Paesi Bassi	4	5	15	5
Spagna	347	30	26	2
Danimarca			46	34
Svezia			58	32
Regno Unito			38	87

## Spread ridotti nei primi anni dell'euro

Figura I Differenziali di interesse rispetto alla Germania sui titoli a 10 anni

(punti base; dati mensili)

FIG. 9.1\*



Fonti: dati nazionali, Reuters, ed elaborazioni della BCE. Bollettino mensile, n. 2, 2006.

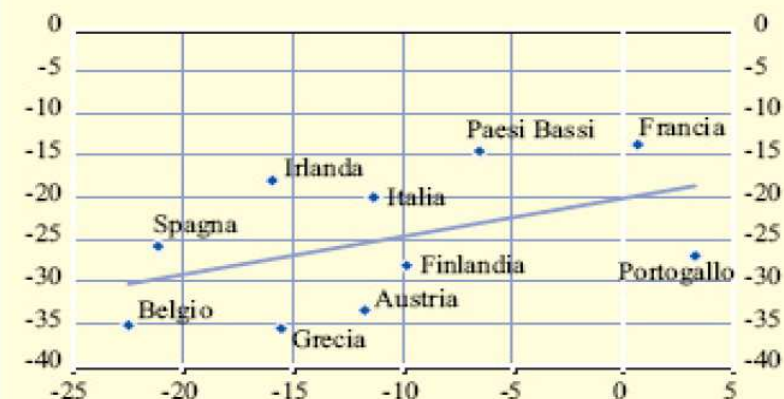
# Spiegazioni degli *spread* bassi

- Il **basso e decrescente livello dei differenziali** di interesse sui titoli di stato era una caratteristica dei primi anni di vita dell'UEM, **malgrado il persistere di posizioni di bilancio molto diverse**
  - Se si considerano però le **variazioni** dei differenziali e dei rapporti debito/pil, risulta che i differenziali si erano maggiormente ridotti dove i miglioramenti del rapporto debito/pil erano stati più consistenti (*vedi figura*).
- La **scarsa e poco tempestiva reazione dei mercati finanziari** alla sostenibilità dei conti pubblici era spiegata:
  - a) in parte in base alla **ricerca di rendimento** degli operatori finanziari in un contesto di tassi d'interesse molto bassi,
  - b) in parte con le **modifiche nella regolamentazione** contabile e di vigilanza
    - incluse le politiche dell'Eurosistema in materia di garanzie.
- Si ammetteva comunque che tale reazione può presentarsi **"con salti"** a seguito di eventi scatenanti quali le valutazioni negative da parte delle **agenzie di rating**.

**Figura 2 Variazioni nel rapporto debito-PIL rispetto alla Germania <sup>1)</sup> e variazioni dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania, 2001-05**

(asse delle x: punti percentuali; asse delle y: punti base)

FIG. 9.2\*



Fonti: Commissione europea, Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) Asse delle x: differenza tra la variazione del rapporto debito-PIL e la variazione del rapporto debito-PIL in Germania nel periodo 2001-05 (i dati per il 2005 si riferiscono alle previsioni della commissione europea dell'autunno 2005). Asse delle y: variazione del differenziale di rendimento rispetto ai titoli di stato decennali tedeschi tra gennaio 2001 e dicembre 2005.

BCE, Bollettino mensile, n. 2, 2006.

# Iper-reazione dopo la crisi finanziaria

- A seguito della crisi finanziaria del **2008-09**, gli ***spread*** hanno cominciato ad **ampliarsi**
  - Andamenti **analoghi** erano però stati osservati anche **negli USA** (riguardo ai differenziali fra i rendimenti sui titoli dei singoli Stati e quelli sui buoni del Tesoro).
- E' **mutata la percezione del rischio** relativa a differenti tipi di attività finanziarie (ad es. dei debiti sovrani rispetto alle obbligazioni societarie) ed a diversi paesi.
  - Anche le probabilità di default, come misurate dai ***credit default swaps***, sono aumentate in molti paesi. Queste probabilità appaiono correlate tra i diversi paesi, a causa del nervosismo sui mercati e del rischio di contagio.
- La **crisi dei debiti sovrani**, iniziata in Grecia nella primavera del 2010 e proseguita nel 2011 contagiando altri "PIIGS" (*cfr. cap. 19*), ha causato un ulteriore e drastico innalzamento degli ***spread***.
- Essa ha mostrato la necessità di introdurre – in aggiunta a strumenti ad hoc come i fondi "salva Stati" – anche **nuove regole per i bilanci**.
  - Alcune regole c'erano però fin dalla costituzione dell'UEM (1999): il **Patto di Stabilità e Crescita**. Vediamo le sue caratteristiche e le sue riforme.



# Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

- Il Patto di Stabilità e Crescita era visto come il proseguimento dei criteri di Maastricht per i paesi dell'UEM.
  - firmato su pressioni soprattutto tedesche.
- Fissa due numeri:
  - il **pareggio del bilancio pubblico** ( $D=0$ ) come **obiettivo di medio termine (OMT)**,
  - un **teito al rapporto deficit/pil pari al 3%** ( $d < 3\%$ ), da rispettare sempre, al di sopra del quale il Consiglio può decidere sanzioni per i paesi con "deficit in eccesso" (se la raccomandazione della Commissione non viene rispettata)
    - La **sanzione** era inizialmente costituita da un deposito infruttifero, calcolato secondo la formula:
$$[0,2\% + 0,1(d_{t-1} - 3\%)] \cdot Y,$$
con un massimo dello 0,5% del pil; il deposito è trasformato in ammenda se il deficit eccessivo permane.
- Un superamento **eccezionale, transitorio** e comunque entro valori prossimi al parametro di riferimento (3%), potrebbe non essere considerato deficit eccessivo (ad esempio per una **grave recessione**).
- Il teito del 3% al rapporto deficit/pil era già stato fissato dal precedente Trattato di **Maastricht** per i paesi che intendevano essere ammessi all'UEM.
- La parte preventiva (procedura dell'*early warning*) prevedeva la presentazione di **programmi annui di stabilità**, per i paesi della zona euro, **e di convergenza**, per gli altri paesi dell'UE.



# Prima riforma del PSC (2005)

## ■ Critiche iniziali al PSC:

- Il PSC aveva in sostanza accolto il principio del “bilancio in pareggio lungo il ciclo” ma, oltre ad essere “**stupido**”, vi era dibattito sul margine del 3% di disavanzo rispetto al pil per consentire l’agire degli **stabilizzatori automatici**.
- Esclusa la “**golden rule**”, ossia la possibilità di effettuare in disavanzo gli investimenti pubblici.
- Non affrontava le  **differenze di competitività e squilibri macroeconomici**
  - Altra critica al PSC: meglio **individuare e correggere** per tempo eventuali squilibri piuttosto che punire con enormi **sanzioni** chi ha già i conti fuori controllo.
  - **Valori numerici arbitrari**: il **3% per d** è compatibile (nei modelli di stato stazionario) con **60% per b** solo con una crescita nominale ( $g_y$ ) del **5%** annuo.

## ■ La riforma del marzo 2005:

- ha accresciuto la **discrezionalità**, riducendo ulteriormente la probabilità di applicazione di sanzioni;
- il PSC venne reso **più flessibile**, prevedendo tempi più lunghi per il rientro sotto il 3% e per il raggiungimento dell’OMT, leggermente differenziato tra paesi (con miglioramenti dello 0,5% annuo sul pil);
- fu considerata una più vasta casistica sia per la non applicazione delle sanzioni sia nella valutazione discrezionale dei tempi concessi per l’aggiustamento
  - tenendo ad es. conto dell’ammontare di **investimenti pubblici**, dell’avvio di **riforme strutturali** (anche in connessione con la strategia di Lisbona), di altre circostanze.

# Criticità del PSC

- **Criticità del PSC** emerse nel primo decennio di implementazione:
  - **disavanzi pubblici** non ridotti nemmeno nelle fasi cicliche positive e **debiti pubblici** non adeguatamente diminuiti;
  - nel decennio 1999-2009, 97 casi di deficit eccessivo (solo 1/3 in presenza di recessioni gravi), ma nel decennio **nessun paese** è stato **sanzionato**;
  - nel 2004 il Consiglio europeo decise (a maggioranza) di non applicare sanzioni, che in quel caso avrebbero colpito anche Germania e Francia; problemi di **credibilità** (evidenziati dalla BCE).
- I problemi si sono aggravati con la **crisi finanziaria** (*cfr. cap. 19*).
  - La **crisi** ha mostrato, da un lato, la forte **interdipendenza delle economie europee** e, dall'altro lato, le **debolezze del sistema esistente di regolamentazione e governance**, quando erano necessari un forte e rapido coordinamento, maggiore prevenzione, appropriati meccanismi correttivi e "anti-crisi".
- I **disavanzi pubblici** sono fortemente peggiorati in quasi tutti i paesi, per: (i) i salvataggi bancari; (ii) la recessione (calo del pil) e gli stabilizzatori automatici; (iii) i pacchetti di stimolo fiscale discrezionali.
  - Avviata la procedura della Commissione contro i disavanzi eccessivi, concordando i tempi per il rientro sotto il 3% del pil (entro il 2012-13). Successive proroghe.
  - Ulteriore aggravamento dopo la **crisi dei debiti sovrani**: adottate nuove misure correttive. Più lento ma persistente aumento dei **debiti pubblici**.

# Saldi di bilancio pubblico sul Pil

*Tab. 18.1 – Saldi di bilancio in rapporto al Pil*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Germania	0,3	0,0	-3,0	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2
Irlanda	0,2	-7,0	-13,9	-30,4	-12,6	-8,0	-5,7	-4,0	-2,9	-3,1
Grecia	-6,7	-9,0	-15,2	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	-2,5	1,1	1,6
Spagna	2,0	-4,4	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,5	-3,7
Francia	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,3	-4,1	-4,1
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-3,0	-2,8	-3,0	-2,6	-2,0
Cipro	3,2	0,9	-5,6	-4,6	-5,8	-5,8	-4,9	-3,0	-3,0	-1,4
Portogallo	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	-4,6	-3,2	-2,8
Eurozona	-	-	-	-	-4,1	-3,6	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9
Regno Unito	-3,0	-5,1	-10,8	-9,6	-7,6	-8,3	-5,8	-5,4	-4,6	-3,6
UE	-	-	-	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-3,0	-2,6	-2,2
Stati Uniti	-3,5	-7,0	-12,7	-12,0	-10,6	-8,9	-5,6	-4,9	-4,2	-3,8
Giappone	-2,1	-1,9	-8,8	-8,3	-8,8	-8,7	-8,5	-7,7	-7,2	-6,8

Fonte: European Commission (European Economic Forecast, Winter 2015).

Nota: \* i dati 2014-2016 sono previsioni.

# Debiti pubblici sul Pil

*Tab. 18.2 – Debiti pubblici in rapporto al Pil*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Germania	63,5	64,0	72,4	80,3	77,6	79,0	76,9	74,2	71,9	68,9
Irlanda	24,0	42,8	62,2	87,4	111,1	121,7	123,3	110,8	110,3	107,9
Grecia	103,1	109,8	126,8	146,0	171,3	158,9	174,9	176,3	170,2	159,2
Spagna	35,5	39,4	52,7	60,1	60,2	84,4	92,1	98,3	101,5	102,5
Francia	64,2	67,8	78,8	81,5	85,0	89,2	92,2	95,3	97,1	98,2
Italia	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	122,2	127,9	131,9	133,0	131,9
Cipro	54,1	45,9	54,1	56,5	66,0	70,5	102,2	107,5	115,2	111,6
Portogallo	68,4	71,7	83,6	96,7	111,1	124,8	128,0	128,9	124,5	123,5
Eurozona	64,9	68,5	78,3	89,8	86,4	90,8	93,1	94,3	94,4	93,2
Regno Unito	43,6	51,6	65,9	76,4	81,9	85,8	87,2	88,7	90,1	91,0
UE	57,8	60,9	72,9	78,4	81,3	84,9	87,1	88,4	88,3	87,6
Giappone	183,0	191,8	210,2	216,0	229,8	237,3	244,0	246,1	248,0	248,8

Fonte: European Commission (European Economic Forecast, Winter 2015).

Nota: \* i dati 2014-2016 sono previsioni.

# Il nuovo PSC rafforzato

- La **crisi dei debiti sovrani** ha portato alla predisposizione di **nuove regole** per i bilanci e per le politiche macroeconomiche.
  - Già nel maggio 2010, la Commissione propose linee guida per un **più stretto coordinamento delle politiche economiche**, inclusa una sorveglianza macroeconomica, il semestre europeo, un meccanismo di gestione delle crisi.
  - Tra le varie proposte (ad es. tedesche) non applicate: penalizzazioni nell'utilizzo dei fondi strutturali e dei fondi di coesione; sospensione del diritto di voto nel Consiglio UE per i paesi recidivi.
- **Riforma del PSC:**
  - approvata dal **Consiglio europeo** (giugno 2011)
  - 1. Inalterati i **parametri di Maastricht**: 3% per il rapporto deficit/pil e 60% per il debito/pil.
  - 2. Nella **parte preventiva**, richiesta la **correzione** di almeno lo **0,5% annuo** dei disavanzi, verso il **pareggio del bilancio strutturale**, pari allo 0,5% del pil (ammesso l'1% solo per i paesi con <60% il debito/pil).
    - Introdotto anche un **vincolo sulla crescita della spesa pubblica**: la spesa reale non può crescere più del pil potenziale di medio periodo (con vincoli più stringenti per i paesi che non hanno conseguito l'OMT, obiettivo di medio termine).
  - 3. Nella **parte correttiva**: maggior peso per il rientro del **debito** (*v. oltre*).
  - 4. Nuova *governance* europea per gli **squilibri macroeconomici**.
    - Raccomandazioni della Commissione basate (sull'analisi di una decina di indicatori macroeconomici) e poi avvio di una "procedura per squilibri eccessivi"; possibilità di sanzioni.
    - Nel 2014 sotto osservazione l'Italia (assieme a Croazia e Slovenia) per l'alto debito pubblico e la bassa competitività (ma il surplus della BP della Germania?).

# Il nuovo PSC: il rientro dal debito

- Forzare la **convergenza del rapporto debito/pil** verso la soglia del 60%, riducendo di **almeno 1/20** l'anno l'eccesso rispetto a tale soglia.
  - Per l'Italia, con un rapporto debito/pil del 133%, significa una riduzione uguale a:  $(133-60)/20=3,65$  per cento il primo anno, 3,5% il secondo, ecc.
  - Vincolo non stringente se vi è pareggio di bilancio e c'è una crescita positiva (sia reale che inflazione).
  - Verifiche a partire dal 2015, sulla base dei risultati del triennio 2012-14.
- In caso di mancato rispetto, la **procedura per deficit eccessivo** sarà semiautomatica (*reverse qualified majority voting*: occorrerà una maggioranza qualificata nel Consiglio per ribaltare una proposta della Commissione).
  - Previsto un **anticipo temporale nell'applicazione della sanzione, pari allo 0,2%** (deposito infruttifero imposto non appena avviata la procedura);
  - eventuali **multe** devolute a finanziare i nuovi Fondi di stabilità finanziaria, *EFSSF* e *ESM*;
- **ma** tenuto conto di **altri fattori rilevanti**:
  - indebitamento del **settore privato**, debiti impliciti del sistema pensionistico; specifica struttura del debito pubblico, esposizione del sistema bancario, bassa crescita nominale;
  - scarsa trasparenza su questo punto e rischio di "contrattazioni" all'interno del Consiglio europeo.

# Il Trattato sul *Fiscal Compact*

- L'acuirsi della crisi dei debiti sovrani nel 2011 ha portato ad un ulteriore rafforzamento delle regole di bilancio:
  - L'insieme delle misure legislative introdotte per riformare il PSC e attuare una nuova sorveglianza macroeconomica, è noto come **Six-Pack** ed è stato definitivamente approvato nel dicembre 2011.
  - Il **Two-Pack** (in vigore da maggio 2013) consta invece di altri due regolamenti riguardanti i paesi della **zona euro** (in particolare quelli sotto assistenza finanziaria).
- Il **Trattato** (intergovernativo) **sulla stabilità, coordinamento e governance nell'Unione economica e monetaria** (ossia il **Fiscal Compact**):
  - proposto dalla Germania, firmato il 2 marzo 2012 da 25 stati (autoesclusi Regno U. e Repubblica Ceca); doveva essere ratificato da almeno 12 paesi;
  - dopo le ratifiche nazionali (in alcuni casi previo referendum) è entrato **in vigore il 1° gennaio 2013**.
- Circa il **contenuto**, sono confermati i parametri del PSC rafforzato. Aggiunta però la **regola che impone il pareggio di bilancio** da introdurre (entro il 1° gennaio 2014) in norme di tipo costituzionale o comunque nelle legislazioni nazionali.
  - Conta il **saldo strutturale** al netto delle misure una tantum: disavanzo minore dello 0,5% del Pil (1% per paesi con debito/pil <60%).
  - Per l'**Italia**, approvazione definitiva (il 17.4.2012) del **nuovo art. 81** (equilibrio strutturale del bilancio dello Stato) e pochi altri della Costituzione (*cfr. cap. 11*).



# Il semestre europeo

- Questa riforma è in vigore dall'inizio del 2011.
- L'**obiettivo** è quello di migliorare il coordinamento delle politiche economiche degli stati membri, attraverso il **monitoraggio reciproco e l'individuazione per tempo degli squilibri**.
- Queste le tappe previste:
  - Nel mese di **marzo** il **Consiglio europeo** (sulla base di un rapporto della Commissione) individua le linee guida di politica economica.
    - Il Consiglio può essere preceduto da un summit ristretto ai paesi dell'Eurozona.
    - Tra i compiti: valutare non solo la convergenza delle politiche economiche, ma anche gli squilibri in termini di competitività.
  - Nel mese di **aprile**, i singoli Stati rivedono le strategie di bilancio a medio termine – nei **Programmi di Stabilità** – e delineano i **Programmi nazionali di riforma (PNR)**; questi ultimi riguardano la strategia “Europa 2020” (in Italia ciò avviene all'interno del DEF di aprile).
  - In **giugno e luglio** il Consiglio, recependo le raccomandazioni della Commissione, predispone **osservazioni** sulle politiche prima che gli Stati mettano a punto i bilanci per l'anno seguente.
- Inoltre, per i paesi dell'Eurozona, il **Two-Pack** prevede che:
  - i **progetti di legge di bilancio** devono essere pubblicati entro il 15 ottobre,
  - la **Commissione europea** formula pareri (comunque entro il 30 novembre) e **può chiedere modifiche** prima dell'approvazione dei Parlamenti nazionali (entro il 31 dicembre).

# Regole, austerità e crescita

- Le **riforme del PSC** attuate nel periodo 2010-13, con le nuove norme di rango perfino costituzionale (come il *Fiscal Compact*), erano tutte state nella direzione di un progressivo inasprimento e di **più stretti controlli**
  - il fine era di costituire un argine non solo contro possibili **comportamenti opportunistici** dei governi, ma soprattutto nei confronti della **speculazione** internazionale, che si era irrobustita dopo la crisi dei debiti sovrani.
- Continua il dibattito su misure di **austerità** vs. politiche per la **crescita**.
  - Rischio di una nuova **depressione** (cfr. Krugman) a causa di politiche restrittive adottate congiuntamente da molti paesi
    - L'Eurozona ha avuto due recessioni in un quinquennio ed a fine 2014 è entrata in deflazione.
  - La **nuova recessione** complica lo stesso aggiustamento dei **conti pubblici** ( $\uparrow D/Y$  e  $\uparrow B/Y$  per  $\downarrow Y$ ) in un circolo vizioso. Rigore fiscale non espansivo e politiche **self-defeating**.
    - Le ipotesi di *Reinhart and Rogoff*, circa i nessi tra elevati debiti pubblici e bassa crescita, sono ribaltati nel breve periodo.
  - Lo stesso FMI considera elevati i valori dei **moltiplicatori fiscali** soprattutto nelle recessioni (non solo per  $\uparrow T$  ma anche per  $\downarrow G$ ):
    - nel breve periodo prevalgono quindi gli effetti keynesiani; anche a causa della **simultaneità** dei consolidamenti fiscali.
  - Problema del **mancato coordinamento** delle politiche di bilancio.
    - Nemmeno la Germania ha giocato il ruolo da locomotiva.
- Pur essendo il consolidamento fiscale inevitabile, al fine di ridurre il rischio di *default* di alcuni paesi o addirittura della stessa finé dell'euro, le politiche restrittive sono state **troppo intense, troppo prolungate e troppo estese** a più paesi contemporaneamente.
  - Gli effetti negativi sui livelli di attività sono stati sottovalutati.

# Necessità di una politica per la crescita

- Le conseguenze deleterie del rigore fiscale sull'economia reale hanno suscitato **attacchi alle politiche d'austerità** imposte (soprattutto su pressione della Germania) dalle istituzioni europee.
- La stessa Commissione europea si è nel corso del tempo resa conto che occorre **stimolare la crescita** (pur nella ristrettezza del bilancio europeo):
  - Lo scopo del **"semestre europeo"** era quello di spostare l'enfasi dai criteri **nominali** di Maastricht e del PSC alla **convergenza reale** (piano «Europa 2020», etc.)
  - Anche l'**Euro Plus Pact** (2011) aveva l'obiettivo, oltre che di rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche e la stabilità finanziaria, di **stimolare competitività ed occupazione**.
  - Come pure il **"Patto per la crescita e l'occupazione"** discusso dal Consiglio europeo di ottobre 2012 (nel giugno precedente, proposta di mobilitare 120 mld. di euro per infrastrutture, ricerca, ecc.)
  - A gennaio 2015 introdotte delle "novità interpretative" per l'applicazione del Patto di stabilità e di crescita (comunicazione della Commissione). Obiettivo era quello di sfruttare la **flessibilità già contenuta nel PSC e incoraggiare le riforme strutturali** e gli investimenti
    - su questo ultimo punto, si conferma che i contributi nazionali ai nuovi fondi europei non saranno calcolati nella misurazione dell'aggiustamento di bilancio.
- Il **«piano Juncker»** d'investimenti, pubblici e privati, per un totale di 315 mld. di euro in 3 anni...
  - un rilancio degli **investimenti** è doppiamente utile: non solo sostiene la **domanda** aggregata nel breve periodo, ma consente un innalzamento del trend di **crescita di lungo periodo**;
  - ma **risorse limitate ed effetto «leva» eccessivo** (la gran parte dei capitali sono da reperire sui mercati).
- Le politiche dell'UE dovrebbero essere prontamente **riorientate verso l'obiettivo della crescita**, in un contesto di stabilità macroeconomica e finanziaria.
  - E' certamente vero che le liberalizzazioni ed altre **riforme strutturali** favoriscono la crescita, ma in un orizzonte di medio e lungo periodo (dal lato dell'offerta); per combattere la stagnazione europea o la fiacca ripresa, che è soprattutto dovuta alla carenza di **domanda aggregata**, occorrono politiche macroeconomiche espansive.