

Rivista economica del Mezzogiorno

Trimestrale della SVIMEZ
Associazione per lo sviluppo dell'industria
nel Mezzogiorno

4/2018

Compromesso e visione nella costruzione dell'Unione
Monetaria: cosa ho imparato lavorando
per Tommaso Padoa-Schioppa

di Marcello Minenna*

Tommaso Padoa-Schioppa (TPS, per gli amici) assunse la presidenza della CONSOB all'inizio del 1997, quando ero un giovane funzionario ispettore con meno di un anno di esperienza. Rimase lì per un breve periodo prima di iniziare il suo monumentale lavoro presso la Banca Centrale Europea. Tuttavia, è stato l'ispiratore di una rivoluzione manageriale fondata sui principi del rigore e allo stesso tempo della chiarezza normativa. La *longa manus* di Padoa-Schioppa, rimasta impressa in modo indelebile in poco più di un anno, è evidente nel contributo dato dalla CONSOB alla stesura del Testo Unico della Finanza (TUF) pubblicato nel 1998 dalla commissione Draghi.

Quelli erano gli anni del difficile cammino verso l'Unione Monetaria e anche in CONSOB i dibattiti sulle opportunità e sui costi della moneta unica erano agguerriti, di fronte alla imminente liberalizzazione dei mercati finanziari italiani che avrebbe eliminato gli ultimi ostacoli e le relative protezioni dalla concorrenza straniera. In molti incontri privati e conversazioni informali con i funzionari più giovani (tenuti per lo più all'alba) relativi all'attività normativa, TPS sosteneva sempre la sua opinione a favore di un mercato finanziario più ampio e aperto, che avrebbe dovuto costringere le imprese italiane ad aumentare la propria produttività per sopravvivere alla concorrenza estera. Era una scommessa ambiziosa.

Da una prospettiva più ampia, fino allo scoppio della Grande crisi finanziaria, la moneta unica ha ottenuto risultati abbastanza buoni per tutti i suoi membri, grazie al principio condiviso secon-

Codici JEL: E52; H63.

* Responsabile dell'Ufficio Analisi Quantitative e Innovazione Finanziaria della CONSOB.

Le opinioni espresse in questo lavoro sono del tutto personali e non necessariamente riflettono la posizione ufficiale della CONSOB sui temi trattati.

do cui tutti i paesi partecipanti sarebbero stati fermamente impegnati per il suo successo in un percorso a lungo termine verso una piena unione politica a tutti gli effetti.

Per capire l'origine di questo impegno, dobbiamo tornare alla nascita dell'Euro. Come TPS ha spesso osservato nelle nostre conversazioni, la moneta unica è nata su un grande compromesso.

Alla fine degli anni '90 l'Italia aveva il problema di un consistente debito pubblico e la Germania quello di un'insoddisfacciente competitività, soprattutto rispetto alla concorrenza della manifattura italiana. Era chiaro che, aderendo all'Euro, l'Italia avrebbe beneficiato di una sorta di «germanizzazione» dei suoi tassi di interesse, ma avrebbe perso competitività perché la moneta comune avrebbe alterato il rapporto tra il marco tedesco e la lira italiana¹.

La germanizzazione dei tassi di interesse in tutta l'Area dell'Euro è stata favorita in modo cruciale dalle strategie di arbitraggio degli agenti finanziari, che hanno eseguito ciò che in letteratura sono noti come «convergence trades»² (Fig. 1).

Anche il quadro giuridico ha spinto verso tale convergenza: le direttive e i regolamenti dell'Ue sui rischi per le banche, le compagnie di assicurazione e i fondi comuni di investimento hanno assunto un rischio zero sui *Govies*, indipendentemente dal loro paese di origine. Questi erano tutti segnali dati dalla politica, dalle autorità di regolamentazione e dalla euro-burocrazia, concordati nel nutrire la sensazione che i rischi fossero condivisi, in linea con i principi dello sviluppo armonico e della crescita dell'Area dell'Euro^{3,4}.

D'altra parte, il passaggio a una valuta comune ha comportato anche un altro fenomeno: l'italianizzazione dei tassi di cambio. Per la Germania, l'ingresso nell'Euro ha comportato un facile accesso a una valuta debole, come dimostrato dall'andamento del suo tasso di cambio effettivo reale e dal conseguente forte guadagno di competitività del suo sistema manifatturiero rispetto a quello italiano.

Tutto ciò era in qualche modo parte dell'accordo «tra gentiluomini» su cui era stato costruito l'Euro. I grandi paesi indebitati

¹ Minenna *et al.* (2016).

² Queste macro strategie globali comportano acquisti e vendite di titoli governativi emessi da differenti Stati sovrani al fine di ottenere profitti dalla convergenza attesa dei loro rendimenti.

³ Ioannou e Schäfer (2017).

⁴ Milano e Reichlin (2017).

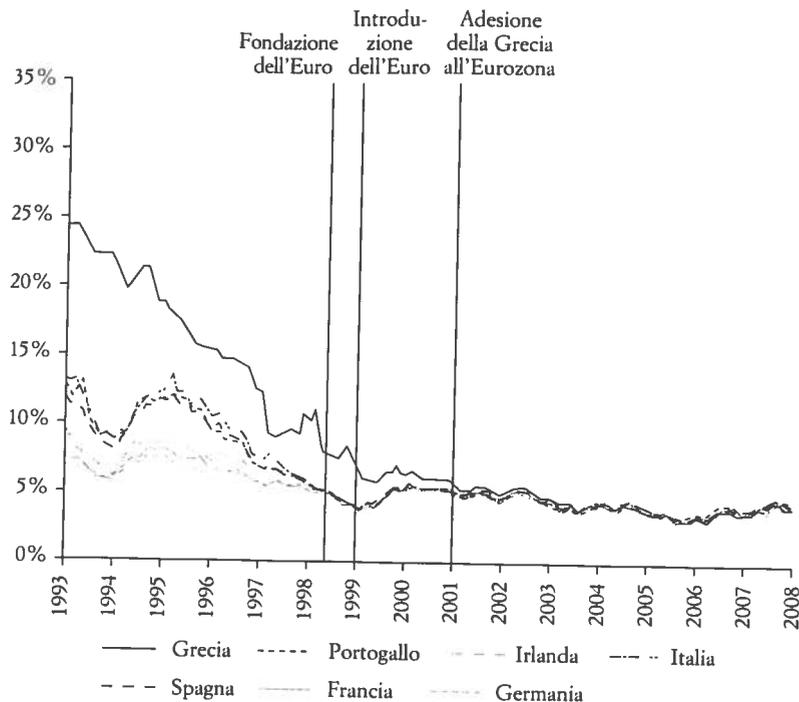


FIG. 1. Convergenza tra le strutture a termine dei tassi di interesse di alcuni paesi dell'Eurozona.

erano interessati ai vantaggi dal lato del debito pubblico, sebbene sapessero che ciò avrebbe significato anche una minore forza competitiva del loro settore privato. Era parte del gioco. E, probabilmente, erano sicuri che (e TPS spesso ha sottolineato con noi questo punto) con le riforme strutturali interne ed il sostegno delle istituzioni dell'Eurozona nell'attuazione di misure di accompagnamento per accelerare l'aggiustamento nelle regioni e nei paesi strutturalmente deboli, a un certo punto la convergenza dei cicli economici avrebbero creato una situazione più omogenea.

L'arrivo della crisi finanziaria globale ha rivelato tutte le fragilità dell'architettura dell'Eurozona⁵.

Nonostante ancora oggi la regolamentazione prudenziale continui ad assegnare rischio zero a tutti i *Govies* detenuti da ban-

⁵ De Grauwe (2011).

che, assicurazioni e società di gestione patrimoniale, ben presto il coinvolgimento del settore privato, concordato all'euro-vertice di Deauville di fine 2010 e concretizzato con la gestione della crisi greca, ha dimostrato che tutte le future decisioni dell'euro-burocrazia sarebbero state ispirate a un nuovo paradigma: la segregazione dei rischi.

In breve, questo paradigma è basato sull'assunto che ogni paese deve essere virtuoso *per se* e fare affidamento solo su se stesso, senza lasciare spazio a trasferimenti fiscali o strutture di stabilizzazione efficaci tra i paesi dell'Area valutaria europea.

Chiaramente, la reale argomentazione per la segregazione del rischio deve essere ricercata nella volontà dei paesi cosiddetti *core* (Germania, Francia, Austria, Paesi Bassi e Finlandia) di proteggersi dai rischi e dalle difficoltà che si andavano materializzando nella periferia dell'Eurozona (Italia, Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo), indipendentemente dal loro stesso contributo all'indebolimento dei paesi periferici.

Di fronte a tale atteggiamento non collaborativo, i mercati hanno capito presto che l'integrazione dell'Eurozona era falsa e che avrebbero potuto fare soldi scommettendo contro i membri periferici. Hanno dunque messo in atto *divergence trades* vendendo a termine *Govies* più rischiosi emessi dai Governi periferici ed acquistando a termine i titoli governativi dei paesi *core*.

Inoltre, le banche francesi-tedesche hanno attuato un massiccio *deleveraging* delle loro esposizioni sul debito periferico, costringendo le banche all'interno della periferia ad assorbire l'improvvisa eccedenza di obbligazioni emesse dai loro Governi nazionali, fenomeno che ha alimentato la progressiva nazionalizzazione dei debiti pubblici dei paesi in difficoltà.

I comportamenti sopra descritti dei partecipanti al mercato hanno anche portato all'emergere di *spread* dei rendimenti sovrani, in quanto gli investitori hanno richiesto premi per il rischio sempre più ampi per detenere i *Govies* periferici piuttosto che i titoli di Stato tedeschi (e, in misura minore, francesi).

In meno di due anni, la singola curva dei tassi d'interesse della Eurozona è scomparsa (Fig. 2). Dall'estate 2011 la probabilità a 5 anni di una scissione dell'Euro ha iniziato a mostrare un andamento rialzista, superando la soglia del 25% nel novembre 2011 e arrivando fino al 32% a giugno 2012, quando la Spagna era vicina al *default*.

Diversi fattori hanno contribuito a questo processo divergente: la discriminazione del collaterale che si è accesa sul mercato in-

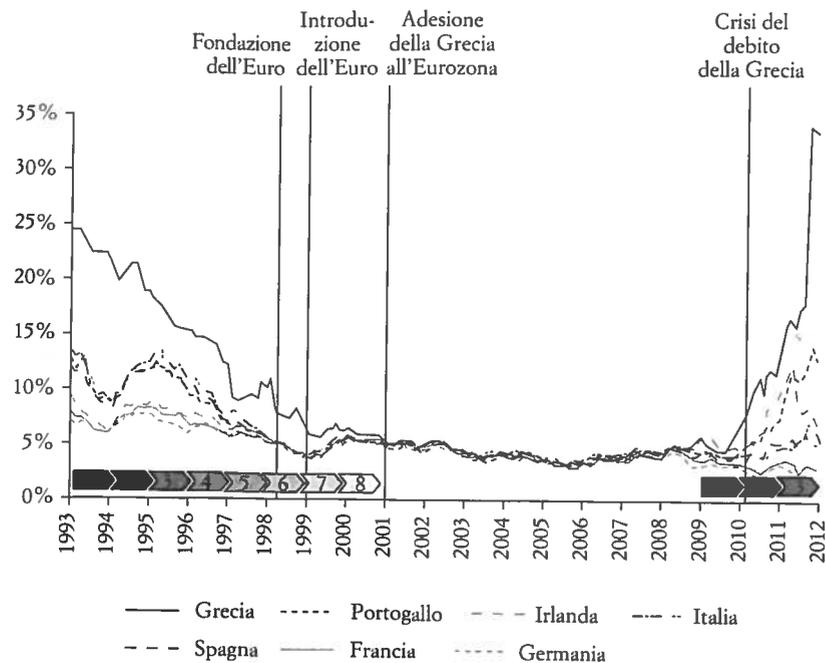


FIG. 2. La rottura della curva unica dei tassi di interesse.

terbancario e (per un certo periodo) anche presso la BCE; l'intermediazione dello *spread* istituita dalle banche per ottenere profitti facili attraverso l'intermediazione di obbligazioni emesse da entità diverse e/o negoziate con controparti diverse (ad esempio BCE, mercato interbancario, investitori al dettaglio).

Dal lato finanziario, gli *spread* sovrani hanno avuto implicazioni chiave in termini di sostenibilità del debito pubblico. Un costo più elevato del servizio del debito (soprattutto se abbinato a un enorme *stock* di debito, rigidi vincoli di bilancio e mancanza di sovranità monetaria) scatena facilmente circoli viziosi che finiscono per aumentare ulteriormente l'uso del debito in condizioni di svantaggio, riducendo così la distanza da un possibile *default*.

Inoltre, la *nazionalizzazione* dei debiti pubblici all'interno dei bilanci delle banche private dei paesi periferici ha innescato un perverso circuito tra le banche nazionali ed i Governi. Costretti ad acquistare il loro debito pubblico nazionale, le banche nazionali hanno affrontato ben presto problemi di liquidità anche

a causa della concomitante cattiva gestione dei loro portafogli di prestiti.

Per chiarire le ragioni di tanti problemi contestuali, dobbiamo dare un'occhiata anche all'economia reale.

Innanzitutto, diverse debolezze sono state ereditate dal periodo pre crisi. Un'attenta analisi dei dati mostra che la Germania ed il blocco *core* hanno giocato un'intelligente strategia di finanziamento dei fornitori verso i suoi vicini: fino al 2007-2008 le banche tedesche/francesi hanno concesso un massiccio credito alla periferia dell'Eurozona con l'obiettivo di alimentare le importazioni di beni prodotti dall'industria Nord-europea.

Ma c'è di più. I grandi differenziali di inflazione hanno causato grandi divari di competitività tra economie periferiche poco competitive e economie *core* efficienti (in particolare la Germania), con conseguenti disavanzi commerciali per via delle precedenti e grandi eccedenze commerciali di quest'ultima⁶ (Fig. 3).

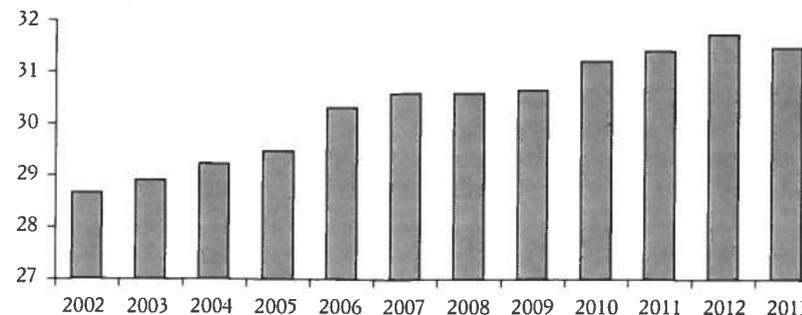
La successiva ondata di allargamento degli *spread* sovrani ha sostituito i differenziali di inflazione come fonte di *gap* di competitività. Nel corso del tempo è emersa una differenza di competitività del 40% tra Germania e Italia.

Non sorprende che il conto delle partite correnti tedesche sia cresciuto, raggiungendo valori record a livello mondiale in termini di PIL, mentre la produzione industriale italiana sia crollata. Se ci sono due fattori di produzione – capitale e lavoro – e il costo del capitale aumenta a causa dello *spread*, ciò implica che (per cercare di sopravvivere) la produzione deve svalutare il lavoro (ridurre i salari, licenziare) e tagliare gli investimenti. Già nel 1997, TPS era perfettamente consapevole che l'Unione Monetaria avrebbe promosso le strategie di abbassamento dei salari rispetto ad altre politiche del lavoro alternative meno intrusive.

L'innalzamento della disoccupazione, la diminuzione del costo del lavoro, il *deficit* di nuovi investimenti, i fallimenti di molte piccole e medie imprese e l'aumento dei crediti in sofferenza (*non performing loans-NPL*) sono state tutte logiche conseguenze. Al culmine della crisi, le sofferenze lorde delle banche italiane han-

⁶ Il significato è molto intuitivo: se si considera un prodotto industriale standard come un bicchiere di plastica venduto da un importatore USA e prodotto sia da un'impresa italiana sia da una tedesca, è evidente che i due prodotti sono perfettamente sostituibili; ma il consumatore USA preferirà comprare il bicchiere dall'impresa tedesca semplicemente perché il prodotto risulterà meno costoso. E la ragione di questo è che l'impresa italiana dovrà applicare un *mark-up* del prezzo esclusivamente per via del più alto costo che sostiene rispetto alla concorrenza tedesca.

Germania – % esportazioni verso l'Ue/resto del mondo



Italia – % esportazioni verso l'Ue/resto del mondo

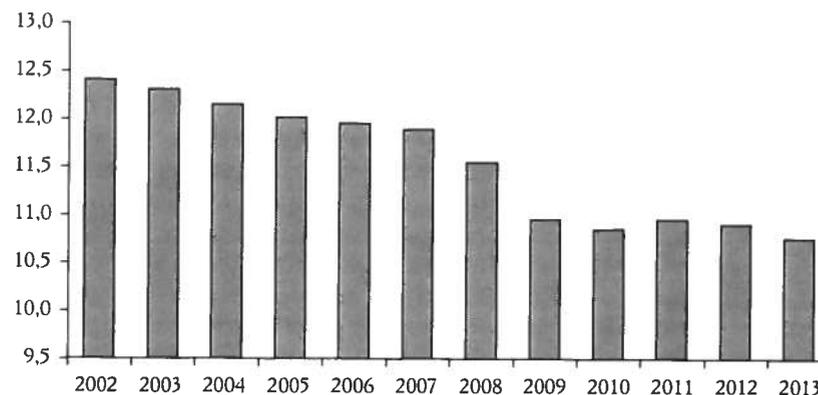


Fig. 3. *Gap* di competitività nei paesi dell'Unione europea (% esportazioni verso l'Ue e verso il resto del mondo – *trend* opposti).

no superato i 300 miliardi di euro, un terzo del valore aggregato dell'Eurozona.

A sua volta, la crescente quantità di NPL ha portato alla crisi del credito: piene di titoli governativi nazionali, le banche periferiche hanno smesso di concedere nuovi prestiti all'economia reale, esacerbando così i problemi del settore non finanziario. Tra dicembre 2011 e febbraio 2012, la BCE ha fornito 1.000 miliardi di euro di prestiti LTRO (operazioni di rifinanziamento a lungo termine) alle banche dell'Eurozona per supportarle nella situazione di emergenza che stavano vivendo. Ma ben poco è arrivato al settore produttivo dei paesi periferici. Infatti, in questi paesi, le banche hanno

utilizzato la liquidità presa in prestito dalla BCE per acquistare i titoli di Stato dei rispettivi Governi nazionali che venivano liquidati dalle banche tedesche e per regolare i prestiti commerciali dei propri clienti sempre verso le banche dei paesi *core*.

Queste dinamiche indicano che le LTRO hanno servito il paradigma della segregazione dei rischi perseguito dalla Germania e da altri paesi del Nord Europa.

Anche altri interventi straordinari messi in atto dalla BCE e dall'euro-burocrazia si sono dimostrati utili per implementare questo paradigma in termini concreti. Con il *Securities Market Program* (SMP), la BCE ha acquistato *Govies* dei paesi periferici ma, a differenza della FED, ha incassato le cedole pagate da questi titoli. Detto in modo diverso: la BCE è stata «premiata» con gli *spread* sovrani dei membri dell'Eurozona meridionale. E poiché le Banche Centrali Nazionali (BCN) partecipano all'Eurosistema secondo una *capital key* che è sostanzialmente proporzionale al PIL, significa che gran parte del denaro ricevuto dalla BCE è andato alla *Bundesbank*. Alcune cifre: grazie al SMP, la *Bundesbank* ha ricevuto qualcosa come 3 miliardi di euro, un autentico e paradossale trasferimento fiscale dalle regioni periferiche più povere ai paesi *core* più ricchi attraverso la politica monetaria.

Anche le nuove regole fiscali adottate per rendere più restrittiva la disciplina fiscale all'interno dell'UEM – vale a dire il *Six Pack* e il *Fiscal Compact* – hanno introdotto pesanti ostacoli per i paesi periferici. La spesa pubblica per investimenti redditizi è inclusa nel calcolo del saldo di bilancio strutturale che deve essere sostanzialmente pari a zero (solo un disavanzo trascurabile è considerato ammissibile). Pertanto, i Governi più indebitati sono costretti a tagliare la spesa per investimenti produttivi, nonostante la ben nota regola aurea che afferma che questi investimenti hanno moltiplicatori di bilancio elevati, ben al di sopra di 1^{7,8}.

Alcuni mesi dopo, nel settembre 2012, il Meccanismo europeo di stabilità (ESM) è stato istituito sotto forma di accordo intergovernativo dei paesi dell'Euro: nonostante sia stato battezzato anche come fondo di salvataggio sovrano dell'Eurozona, in realtà finora l'ESM è stato coinvolto in problemi di piccole/medie dimensioni, come la crisi delle banche spagnole nella prima metà del 2012, e l'erogazione di prestiti e altre forme di sostegno

⁷ European Central Bank (2016).

⁸ Minenna (2018).

finanziario alla Grecia e a Cipro. Sotto le pressioni tedesche, l'euro-burocrazia ha usato il trattato che istituisce l'ESM per imporre altresì delle CAC (Clausole di azione collettiva) sui *Govies* emessi dagli Stati membri a partire dal gennaio 2013.

Di conseguenza, quasi tutti i *Govies* rifinanziati ogni anno (ad esempio oltre 300 miliardi di euro per l'Italia) devono ammettere nuove clausole che facilitino le ristrutturazioni del debito pubblico secondo le modalità⁹ decise dalle istituzioni dell'Ue e, allo stesso tempo, rendano più difficile per un Stato sovrano uscire dall'Euro e ottenere una riduzione del debito attraverso la ridenominazione dei suoi titoli di Stato in una nuova valuta deprezzata.

Nell'agosto 2013 la comunicazione sul settore bancario ha introdotto disposizioni sulla condivisione degli oneri (*burden sharing*) per la gestione delle crisi bancarie. Da allora – ben prima dell'entrata in vigore della normativa del *bail-in* nel gennaio 2016 – qualsiasi intervento di un Governo sovrano che intenda aiutare una Banca Nazionale deve ottenere il via libera preliminare della Commissione europea, rendendo molto complesso il salvataggio delle banche in difficoltà.

Anche il *Quantitative Easing* (QE) della BCE partecipa all'elenco delle misure adottate in conformità con l'approccio della segregazione dei rischi. L'80% degli acquisti complessivi nell'ambito del QE sono effettuati dalle Banche Centrali Nazionali sulle obbligazioni emesse dai rispettivi Governi.

Quindi le LTRO hanno permesso la nazionalizzazione dei debiti pubblici all'interno dei bilanci delle banche private, mentre il QE ha realizzato tale nazionalizzazione all'interno del bilancio delle Banche Centrali Nazionali (Fig. 4).

Il modo migliore per riassumere le implicazioni di questa segregazione sistematica dei rischi sono i saldi *Target 2*. *Target 2* è il sistema di regolamento interbancario transfrontaliero europeo¹⁰.

L'Italia ha registrato un ampliamento del suo disavanzo *Target 2* durante l'erogazione delle LTRO; poi il suo saldo negativo si è ristretto in seguito al rimborso anticipato dei prestiti da parte delle banche. Infine la sua crescita è ripresa con il QE.

⁹ German Council of Economic Experts (2016).

¹⁰ Se una banca italiana regola un debito con una tedesca, la *Bundesbank* contabilizzerà un credito nei confronti di Banca d'Italia. Se una banca italiana compra un BTP da una banca tedesca, le due banche centrali effettueranno la medesima contabilizzazione: conseguentemente, il saldo *Target 2* già positivo della *Bundesbank* aumenta mentre il saldo *Target 2* della Banca d'Italia peggiora (Fig. 5).

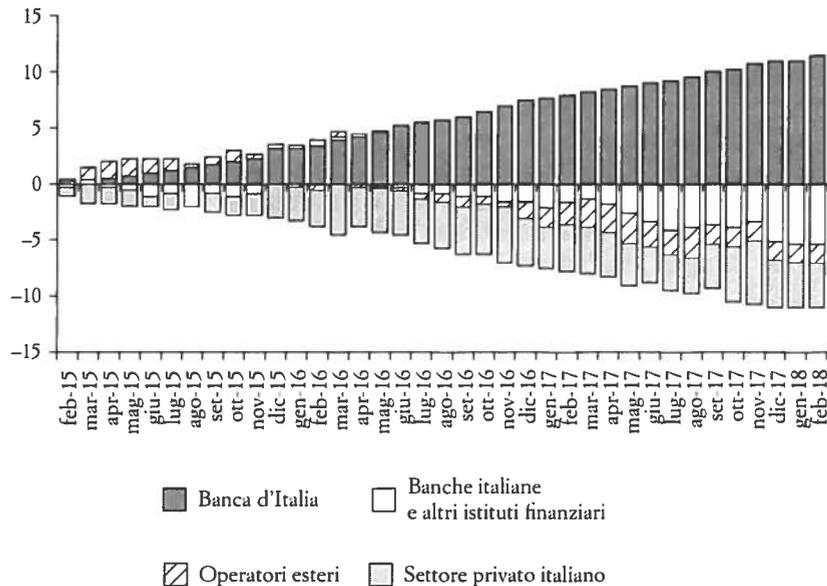


FIG. 4. Variazione cumulata dal debito pubblico italiano, per categorie di detentori dal 1° gennaio 2015.

È evidente che ogni volta che aumenta la segregazione dei rischi, gli squilibri *Target 2* aumentano.

È possibile ottenere una conferma ricombinando i saldi *Target 2* con la bilancia dei pagamenti di diversi paesi dell'Eurozona, perché in realtà c'è un'identità contabile tra loro. Se si effettua questa analisi, si noterà che le due linee che rappresentano rispettivamente la somma dei saldi cumulati della bilancia dei pagamenti e il bilancio *Target 2* sono perfettamente sovrapposte¹¹.

Passando alla scomposizione della bilancia dei pagamenti^{12,13}, è possibile rilevare i principali saldi contributori nelle serie storiche. Ad esempio, nel caso dell'Italia, le componenti maggiori della bilancia dei pagamenti sono date dal deflusso di capitali finanziari privati e dal calo dell'indebitamento netto delle banche italiane sul mercato interbancario. Quest'ultima componente rappresenta il denaro che il sistema bancario all'interno dell'Eurozona dà al settore

¹¹ European Parliament (2017).

¹² Minenna, Dosi e Roventini (2018).

¹³ Minenna (2017a).

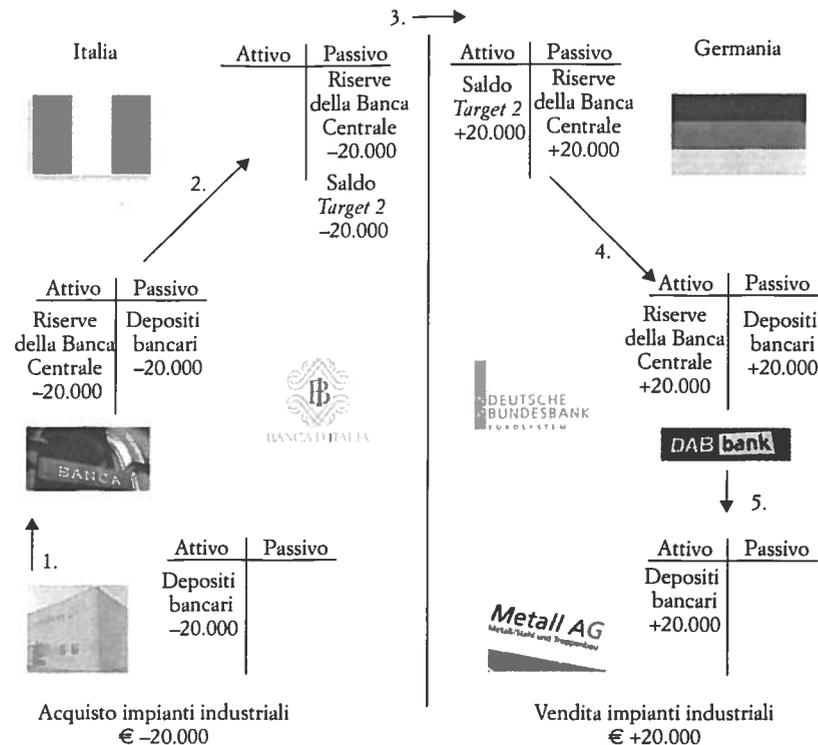


FIG. 5. Saldi *Target 2* di Italia e Germania.

bancario italiano, ed è una *proxy* della stretta creditizia per il sistema industriale italiano; questo perché le Banche Nazionali sono discriminate a causa dello *spread* e quindi linee di credito solitamente concesse dalle altre banche all'interno dell'Eurozona vengono chiuse mostrando un valore negativo crescente nel tempo.

Il fenomeno interessante appare con l'inizio del *Quantitative Easing*, quando gli investitori italiani hanno iniziato a portare i loro capitali all'estero. Si tratta di una fuga di capitali che potrebbe rappresentare la volontà di proteggersi contro il rischio di ridenominazione o contro una possibile ristrutturazione del debito pubblico italiano (Fig. 6).

Nonostante l'ampia serie di interventi straordinari impiegati per contrastare la crisi e migliorare la capacità di ripresa dell'Eurozona, una piena integrazione rimane ancora un obiettivo difficile da

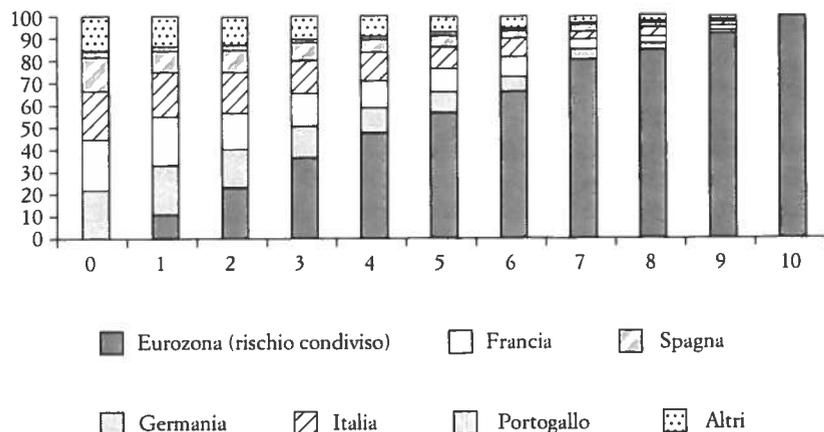


FIG. 7. La transizione verso un debito pubblico europeo.

tutti i debiti governativi sarebbero perfettamente assicurati dall'ESM, passando quindi a un debito pubblico unico dell'Eurozona con una curva dei rendimenti unica (Fig. 7).

Inoltre, la capacità di leva del Meccanismo europeo di stabilità potrebbe essere utilizzata per finanziare progetti di investimento selezionati all'interno delle regioni periferiche meno sviluppate dell'Unione Monetaria²³.

In base ad un assetto alternativo^{24,25}, il Meccanismo di stabilità potrebbe utilizzare il denaro ricavato dal collocamento delle sue passività *investment grade* per finanziare investimenti redditizi nella periferia dell'Eurozona. Il debito emesso dai paesi a rischio al fine di apportare ulteriori contributi al capitale del Meccanismo sarebbe incluso nel perimetro rilevante per Maastricht, ma l'ESM restituirebbe una quantità equivalente di denaro a quei paesi in termini di finanziamento degli investimenti. In altre parole, preservando la sua leva unitaria, l'ESM potrebbe investire in un dato

²³ Oggi l'ESM opera con una leva moderata uguale ad 1: il suo passivo è composto da 80 miliardi di euro di capitale che corrispondono al debito pubblico emesso dai paesi membri dell'Eurozona per garantire questo contributo *cash* all'ESM. Questo debito non viene preso in considerazione quando si effettuano le verifiche di conformità rispetto alla regola del limite al 60% del rapporto debito/PIL del Trattato di Maastricht. D'altro canto questa liquidità è stata utilizzata per erogare prestiti ed altre forme di assistenza finanziaria alla Grecia, a Cipro ed alle banche spagnole nel 2012.

²⁴ Minenna (2017b).

²⁵ Minenna (2017c).

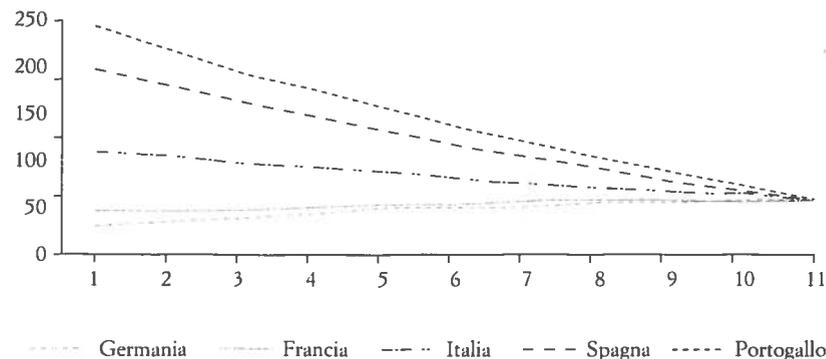


FIG. 8. Andamento stimato dei CDS su titoli di Stato a 10 anni (data iniziale, settembre 2017).

paese periferico la stessa quantità di denaro che tale paese ha pagato al Meccanismo come premio CDS per la garanzia sul suo debito a rischi condivisi.

Per meritare il sostegno descritto agli investimenti ad alto moltiplicatore, l'intero processo di selezione e gestione dei progetti non sarà supervisionato dai Governi nazionali ma da un Consiglio europeo indipendente nominato per tutte le fasi pertinenti (valutazione, selezione, bilancio e attuazione).

La revisione proposta dell'ESM offrirebbe molteplici benefici: miglioramento della sostenibilità del debito pubblico nella maggior parte degli Stati indebitati, passaggio a un mercato unico del debito per l'Eurozona nel suo complesso (Fig. 8), ripristino di una curva dei rendimenti unica, scomparsa definitiva degli *spread* sui titoli governativi con distorsioni correlate (diverso peso del debito pubblico e divari di competitività tra i paesi membri) e sostegno mirato alla periferia, per realizzare investimenti redditizi con l'obiettivo di riallineare il suo ciclo economico con quello del centro dell'Eurozona.

Considerazioni finali

Ciò che ho appreso dal mio breve ma intenso lavoro con TPS è la potente eredità di un serio tentativo politico verso un'Unione politica in Europa. L'Unione Monetaria è stata concepita semplicemente come un primo passo verso l'unione politica, nella forma

forte in cui io credo o anche nella versione federale decentralizzata immaginata da TPS. Non si può accettare che ora si stia trasformando nell'ostacolo più pericoloso verso un'integrazione più stretta tra gli Stati europei; può e deve cambiare. Abbiamo la volontà e le soluzioni tecniche per farlo.

Riferimenti bibliografici

- Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M.K., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P.-O., Martin P., Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., Zettelmeyer J. (2018), *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform*, CEPR Policy Insight No 91.
- Bershidsky L. (2017), *Schaeuble Leaves, But his Ideas Are Here to Stay*, *Bloomberg Mews*, n. 7, October, available at: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-10-10/schaeuble-leaves-but-his-ideas-are-here-to-stay>.
- Buti M., Mohl P. (2014), *Lacklustre Investment in the Eurozone: Is there a Puzzle?*, available at: <https://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>.
- De Grauwe P. (2011), *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document.
- De Grauwe P., Ji Y. (2018), *Financial Engineering Will not Stabilise an Unstable Euro Area*, available at: <https://voxeu.org/article/financial-engineering-will-not-stabilise-unstable-euro-area>.
- De Grauwe P., Moesen W. (2009), *Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond*, in «Intereconomics», May/June.
- Euro Area Member States (2012), *Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, available at: <https://www.esm.europa.eu/legal-documents/esm-treaty>.
- European Central Bank (2016), *Public Investment in Europe*, available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201602_article02.en.pdf.
- European Parliament (2017), *Target (Im)balances at Record Levels: Should We Worry?, In-depth analysis for the ECON Committee by the London School of Economics*, available at: http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131943/MD%20LSE%20formatted_FINAL%20publication.pdf.
- Furceri D., Zdzienicka A. (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper, WP/13/198.
- German Council of Economic Experts (2016), *A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area*, Working Paper 04/201.

- Herr H., Prieue J., Watt A. (2017), *Saving the Euro: Redesigning Euro Area Economic Governance*, Falkensee, Brandenburg, Social Europe Publishing.
- Ioannou D., Schäfer D. (2017), *Risk Sharing in EMU: Key Insights from a Literature Review*, SUERF Policy Note, Issue No. 21.
- Messori M., Micossi S. (2018), *Counterproductive Proposals on Euro Area Reforms by French and German Economists*, CEPS Policy Insight 2018/04.
- Milano V., Reichlin P. (2017), *Risk Sharing across the US and Eurozone: The Role of Public Institutions*, 23rd January, available at: <https://voxeu.org/article/risk-sharing-across-us-and-eurozone>.
- Minenna M. (2017a), *The ECB's Story on Target2 Doesn't Add up*, FT Alphaville, 17th September, available at: <https://ftalphaville.ft.com/2017/09/14/2193700/guest-post-the-ecbs-story-on-target2-doesnt-add-up/>.
- Minenna M. (2017b), *Getting to Eurobonds by Reforming the ESM*, FT Alphaville, 21st November, available at: <https://ftalphaville.ft.com/2017/11/21/2195979/guest-post-getting-to-eurobonds-by-reforming-the-esm/>.
- Minenna M. (2017c), *How to Fix the ESM*, in «Risk Magazine», November.
- Minenna M. (2018), *Understanding the Differences between German and Italian Investment Spending*, FT Alphaville, 27th March, available at: <https://ftalphaville.ft.com/2018/03/27/2199381/guest-post-understanding-the-differences-between-german-and-italian-investment-spending/>.
- Minenna M., Boi G.M., Verzella P. (2016), *The Incomplete Currency: The Future of the Euro and Solutions for the Eurozone*, Hoboken (NJ), John Wiley and Sons.
- Minenna M., Dosi G., Roventini A. (2018), *ECB Monetary Expansions and Euro Area TARGET2 Imbalances: A Balance-of-payment-based Decomposition*, in «European Journal of Economics and Economic Policies», vol. 15, pp. 147-159.