

CENTRE FOR
ECONOMIC
POLICY
RESEARCH

CEPR

December 2024

Europe: Back To Domestic Growth¹

Mario Draghi

Former Prime Minister of Italy, and previously President of the European Central Bank

Europa: ritorno alla crescita interna

¹ Questo discorso è stato pronunciato il **15 dicembre 2024**, in occasione di una cena nell'ambito del 3° Simposio di Parigi del *Centre for Economic Policy Research* (CEPR).

La **produttività**, i **redditi**, i **consumi** e gli **investimenti** sono stati strutturalmente deboli in **Europa** dall'inizio del millennio e si sono discostati in modo significativo dagli **Stati Uniti**.

Non è sempre stato così. Dopo la seconda guerra mondiale, la **produttività del lavoro** in Europa è passata dal 22% del livello degli Stati Uniti nel 1945 al 95% nel 1995. E per la maggior parte di questo periodo, la **domanda interna in percentuale del PIL** nell'area dell'euro si è attestata a metà dell'insieme delle economie avanzate.

Ma **dalla metà degli anni '90 in poi**, la crescita relativa negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è stata allontanata da **due grandi shock**.

Il **primo** è stato lo **shock tecnologico causato da Internet**, a quel punto la convergenza della produttività dell'UE con gli Stati Uniti si è arrestata e poi invertita. Il **divario di produttività** che è emerso da allora tra le due economie è in gran parte spiegato dalla **crescita più rapida della produttività del settore tecnologico statunitense**.

Il **secondo shock** è stata la **grande crisi finanziaria** e la **crisi del debito sovrano**, a seguito delle quali **l'orientamento dell'area dell'euro si è allontanato dalla domanda interna**.

Si sostiene spesso che la **globalizzazione** sia stata responsabile di questa oscillazione, in quanto ha colpito l'economia dell'UE molto più di quella degli Stati Uniti. Ma l'ondata iniziale di globalizzazione non ha avuto molto effetto sull'**avanzo delle partite correnti** dell'area dell'euro, che ha oscillato tra il -0,5% e l'1% del PIL dalla metà degli anni '90 al 2008 circa. **L'avanzo strutturale del settore delle famiglie dell'area dell'euro è stato compensato**

dai disavanzi di bilancio e societari, sostenuti da una forte crescita del credito.

È stato solo quando sono arrivate le "**crisi gemelle**" che **l'economia è cambiata radicalmente.**

Con lo **stallo degli investimenti** e la **contrazione della politica fiscale**, sia il **settore societario** che **quello governativo** sono passati ad essere in **surplus**. Di conseguenza, **la domanda interna, in percentuale del PIL, nell'area dell'euro è scesa al livello più basso della fascia delle economie avanzate.**

E **il divario relativo con gli Stati Uniti si è allargato.** Prima della grande crisi finanziaria, la **domanda interna** negli Stati Uniti cresceva circa 1,4 volte più velocemente che nell'area dell'euro. Da allora, il divario è stato di 2,2 volte.

L'orientamento relativo della politica di bilancio è stato un fattore importante. Dal 2009 al 2019 l'orientamento collettivo delle politiche di bilancio corretto per il ciclo nell'area dell'euro è stato in media dello 0,3 per cento, rispetto al -3,9 per cento degli Stati Uniti. E se guardiamo ai **disavanzi primari in termini assoluti**, misurati nell'euro del 2023, **il governo degli Stati Uniti ha iniettato nell'economia una quantità di fondi 14 volte superiore, 7,8 trilioni di euro negli Stati Uniti e 560 miliardi nell'area dell'euro.**

L'offerta relativa di **crediti privati** ha esacerbato questo **deficit di finanziamento**. Dopo la crisi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei **prestiti bancari alle imprese** dell'area dell'euro è sceso a zero ed è tornato in territorio positivo basso

solo dopo il 2016. Negli Stati Uniti, il credito bancario è tornato a tassi di crescita di circa il 5% a partire dal 2012 e vi è rimasto.

L'effetto netto è stato che l'area dell'euro è diventata un esportatore strutturale di capitali, con un avanzo delle partite correnti che ha regolarmente superato il 3% del PIL dopo il 2012. I **deflussi** sono stati in parte trainati dagli IDE all'indomani della crisi, ma da allora **il driver principale sono stati i flussi di portafoglio, attratti da un rendimento dei risparmi superiore negli Stati Uniti.**

Si può esagerare quanto i governi controllino i loro modelli economici, che in un'economia di mercato sono la somma delle decisioni del settore privato. Ma è difficile sostenere che questo risultato sia stato del tutto accidentale.

I governi hanno compiuto pochi sforzi per completare il **mercato interno dell'UE** e l'applicazione delle sue regole è diventata più debole, mentre l'**integrazione dei mercati dei capitali** è progredita a malapena. **Tutti questi fattori sono stati un ostacolo alla crescita della produttività e al flusso di risparmio negli investimenti interni.**

Inoltre, **le politiche europee hanno tollerato una bassa crescita dei salari come mezzo per aumentare la competitività esterna, aggravando il debole ciclo reddito-consumo. Dal 2008 la crescita media annua dei salari reali è stata**

quasi quattro volte superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

E gli **squilibri commerciali globali** molto ampi hanno prodotto una pressione al ribasso sui tassi reali, che ha creato **spazio fiscale per tutti i governi per appoggiarsi alla debole domanda interna**. Ma almeno fino alla pandemia, **in Europa hanno fatto una scelta politica deliberata di non utilizzare questo spazio**.

Nel complesso, i **responsabili politici** hanno rivelato una preferenza per una particolare **costellazione economica**: una costellazione basata sullo **sfruttamento della domanda estera** e sull'**esportazione di capitali** con **bassi livelli salariali**. Ma **questa costellazione non sembra più sostenibile**.

Da qualche tempo, **il mercato cinese è diventato meno favorevole per i produttori europei**, poiché la crescita rallenta e gli operatori locali diventano più competitivi e risalgono la catena del valore. Le esportazioni verso la Cina sono stagnanti dal 2020.

Il rallentamento ha aumentato la nostra dipendenza dal mercato statunitense, con le esportazioni di merci dell'UE in crescita del 13% in questo periodo. **Ma la nuova amministrazione statunitense non sembra disposta ad agire come nostro acquirente di ultima istanza**. Dovremo fare i conti con una **strategia deliberata degli Stati Uniti per riequilibrare la domanda globale e sopprimere i surplus**

commerciali nei suoi principali partner commerciali.

La sfida che l'Europa si trova ad affrontare ora è che né le politiche macroeconomiche né la struttura del credito privato sono in grado di colmare il vuoto lasciato dalla domanda esterna.

E un fattore importante che collega queste debolezze è la mancanza di riforme chiave nella struttura dei beni, dei servizi e dei mercati finanziari.

Quando le politiche macroeconomiche funzionano bene, dovremmo assistere a un "passaggio di consegne" dalla politica fiscale alla politica monetaria al credito privato che assicuri un alto grado di stabilità della domanda nel tempo. Se la politica fiscale si allenta abbastanza da spingere la produzione al di sopra del potenziale e aumentare l'inflazione, la politica monetaria si inasprisce e la creazione di credito privato diminuisce. E poi, quando la politica fiscale si inverte, la politica monetaria si allenta e il credito privato si espande per colmare il divario.

Al momento vediamo che **questo processo si sta svolgendo negli Stati Uniti**, con la politica fiscale – per ora – che sta diventando meno espansiva, la Federal Reserve che allenta le condizioni di finanziamento e la creazione di credito privato che inizia a riprendere e a mantenere l'impulso finanziario.

Ma questa interazione funziona perché il "passaggio di consegne" avviene quando la crescita è elevata, il che consente al credito privato di prendere il sopravvento. **Nell'area dell'euro, tuttavia, due fattori strutturali rendono le**

politiche macroeconomiche meno efficaci, ostacolando a loro volta questo processo.

In **primo luogo**, sebbene l'area dell'euro sia una grande economia, non si comporta come tale a causa del suo **mercato interno incompleto**. L'FMI stima che le **barriere interne al mercato unico** equivalgano a una *tariffa ad valorem* di circa il 45% per il settore manifatturiero dell'UE e a una tariffa del 110% per il settore dei servizi.² Negli Stati Uniti, la tariffa di produzione implicita tra gli stati è tre volte inferiore.

Queste barriere limitano di fatto la quantità di spazio fiscale in Europa, mantenendo la **crescita potenziale al di sotto di quella che potrebbe essere**, e quindi **riducendo le entrate pubbliche potenziali e aumentando il rapporto debito/PIL**. Il FMI stima che, se le barriere fossero ridotte ai livelli degli Stati Uniti, il livello di **produttività del lavoro** dell'UE sarebbe superiore di quasi il 7% dopo 7 anni.³

Queste **debolezze strutturali** aumentano la pressione sui responsabili politici affinché **tengano a freno la politica fiscale prima che la ripresa sia forte e autosostenuta, condizione necessaria affinché il credito privato prenda il sopravvento**. Ad esempio, oggi vediamo che **l'orientamento delle politiche di bilancio corretto per il ciclo nell'area dell'euro si dirige verso la neutralità, anche se la crescita rimane debole e la produzione al di sotto del potenziale**.

Gli ostacoli interni riducono inoltre l'entità potenziale dei moltiplicatori fiscali. Rispetto ad altre grandi economie, **l'area dell'euro è insolitamente aperta**. Il **commercio** rappresenta **circa il 55% del PIL**, rispetto al 45% del Giappone, al 37% della Cina e al 25% degli Stati Uniti. Vi

sono solide prove che **i moltiplicatori fiscali diminuiscono con l'apertura degli scambi, poiché nell'ambito di un impulso fiscale saranno soddisfatti da minori esportazioni nette piuttosto che da un aumento della produzione interna.**⁴

Ma l'entità di queste **tariffe interne** significa che, per i prodotti elastici in termini di prezzo, la loro abolizione creerebbe un potente effetto di diversione della domanda verso la domanda interna. Il completamento del mercato unico porterebbe quindi probabilmente l'apertura commerciale dell'area dell'euro più in linea con quella di altre grandi economie e rafforzerebbe i moltiplicatori fiscali.

La **seconda caratteristica strutturale** che incide sulla stabilità della domanda in Europa è la **mancaanza di un mercato dei capitali integrato**.

Quando l'autorità monetaria allenterà la politica monetaria nell'area dell'euro, è probabile che la **trasmissione alle condizioni di finanziamento** sia più lenta rispetto agli Stati Uniti, a causa del **maggiore peso della finanza bancaria rispetto ai mercati dei capitali**. Questo, a sua volta, influisce sulla velocità con cui il credito privato risponde.

Ad esempio, l'analisi della BCE rileva che il riprezzamento dei titoli di debito societario dopo un cambiamento di politica monetaria è molto più rapido rispetto al riprezzamento dei prestiti bancari. Nell'area dell'euro, **la variazione dei tassi di mercato è interamente trasmessa ai rendimenti delle obbligazioni societarie nello stesso trimestre, mentre per i tassi sui prestiti è solitamente necessaria da sei mesi a un anno.**⁵

La trasmissione dei cambiamenti di politica monetaria al mercato ipotecario è inoltre accelerata da un sistema più basato

sul mercato dei capitali con livelli di cartolarizzazione più elevati, in quanto la determinazione del prezzo dei titoli garantiti da ipoteca ha un'influenza diretta sui tassi ipotecari. Questo meccanismo aiuta a spiegare la trasmissione molto più forte dei tassi agli investimenti immobiliari negli Stati Uniti.⁶

E i mercati azionari in genere reagiscono immediatamente alle variazioni dei tassi di mercato, riflettendo sia la variazione del tasso di sconto che le aspettative di crescita.

L'effetto netto di questi vincoli strutturali sulle politiche macroeconomiche è che **l'area dell'euro sperimenta periodi più lunghi in cui l'economia funziona al di sotto del potenziale – e questa incapacità di mantenere la pressione della domanda si ripercuote poi sulla crescita della produttività.**

Nelle economie avanzate è dimostrato che **le spese in R&S sono procicliche⁷** e che **una maggiore spesa in R&S è associata all'innovazione.⁸** Secondo un documento di discussione del CEPR, **il 20% della crescita economica di lungo periodo è trainata dalla domanda e dal suo effetto sugli incentivi delle imprese all'innovazione.⁹** L'implicazione è che un'economia che è costantemente surriscaldata alla fine produrrà meno innovazione e vedrà una crescita della produttività più lenta.

Quindi, **sia le politiche strutturali che le politiche macroeconomiche devono cambiare per aumentare la crescita endogena in Europa.** Le **riforme strutturali** sono necessarie affinché le politiche macroeconomiche abbiano

pieno effetto, e le **politiche macroeconomiche** pienamente efficaci sono necessarie affinché le riforme strutturali producano la **massima crescita della produttività**.¹⁰

Ma oggi ciò che intendiamo per **riforme strutturali** è cambiato. **Dieci anni fa**, il termine significava in gran parte **aumentare la flessibilità del mercato del lavoro e comprimere i salari**. **Oggi** significa **aumentare la crescita della produttività senza sostituire la manodopera, ma piuttosto riqualificando le persone**.

Nel **rapporto** sono state delineate **molte misure diverse che possono contribuire ad aumentare la produttività**. Ma **il mercato unico europeo e il mercato dei capitali sono fondamentali, in quanto sono alla base dei meccanismi di base che guidano la crescita della produttività**.

La crescita della produttività è in gran parte guidata da una combinazione di innovazione tra le grandi aziende leader, le aziende mature in ritardo che adottano tali innovazioni e le nuove aziende che emergono e sfidano entrambe. Ma su tutti questi fronti l'Europa sta ottenendo risultati scarsi.

L'analisi del FMI rileva che, **tra le grandi società quotate, la crescita della produttività in Europa è molto più lenta che negli Stati Uniti, con il settore tecnologico statunitense che è cresciuto quasi 40 punti percentuali più velocemente dal 2005**.¹¹ L'Europa ha anche un'abbondanza di piccole imprese mature che non

crescono affatto. E le sue **giovani imprese** più promettenti raramente crescono abbastanza velocemente da influenzare le dinamiche aggregate.

Secondo una stima, **l'insieme di società statunitensi valutate almeno 10 miliardi di dollari e fondate da zero negli ultimi 50 anni vale quasi 30 trilioni di dollari.** Si tratta di una cifra 70 volte superiore a quella delle imprese dell'UE che soddisfano gli stessi criteri.¹²

Sbloccare il mercato unico è fondamentale per affrontare il problema da tutti i punti di vista: creare le dimensioni per la crescita delle giovani imprese in Europa, aumentare le pressioni competitive sulle grandi imprese stagnanti e incoraggiare una maggiore uscita delle imprese che non hanno avuto successo in modo che le risorse possano fluire altrove.

Ma l'Europa ha anche bisogno di una **struttura finanziaria** che faciliti la **crescita di imprese giovani e innovative**, cosa che il suo sistema bancario non è in grado di fornire.¹³

Oggi, le **banche** in Europa prestano circa sei volte di più alle **società immobiliari** e oltre quattro volte di più alle **società manifatturiere rispetto alle società ICT**, e negli Stati Uniti i prestiti immobiliari rappresentano circa il 45% del portafoglio prestiti totale.

Le banche non sono gli intermediari giusti per finanziare le giovani imprese che

costruiscono nuove tecnologie, che spesso hanno flussi di cassa volatili, un'alta probabilità di fallimento e garanzie in gran parte immateriali. Attualmente, però, il **venture capital europeo** non è pronto a colmare questa **lacuna di finanziamento**: la quota dell'UE nei fondi di venture capital globali è solo del 5% rispetto al 52% degli Stati Uniti.

Per orientare maggiormente la struttura finanziaria dell'Europa verso l'azionario sarà necessario un **contesto di innovazione** che produca una **riserva di imprese a forte crescita in grado di attrarre capitali di rischio**; un **regime normativo** che consenta agli investitori istituzionali di convogliare i finanziamenti verso tali imprese; e un **regime fiscale** che favorisca l'**equity** rispetto al **debito** e un trattamento unificato delle stock option.

Ma richiederà anche un **cambiamento fondamentale di mentalità su come vogliamo generare crescita.** Oggi gli investitori istituzionali dell'UE investono molto di più nei mercati azionari statunitensi rispetto a quelli europei, poiché i rendimenti sono costantemente più elevati. Questa è la contropartita di un modello di crescita trainato dalle esportazioni con bassi salari e bassi investimenti interni, e dovremo accettare questi bassi rendimenti finché questo modello rimarrà in vigore.

Se queste **riforme strutturali** fossero attuate, si farebbe già molto per realizzare questo **cambiamento**. **La produttività aumenterebbe, l'efficacia delle politiche dal lato della domanda aumenterebbe, e ciò si ripercuoterebbe su una crescita della produttività ancora più forte.**

Ma sappiamo che ci vorrà del **tempo** prima che tali riforme diano i loro frutti. Dovremmo quindi anche riflettere se **le politiche macroeconomiche possano essere utilizzate in modo più efficiente nel frattempo.**

Se l'UE dovesse emettere debito congiuntamente, potrebbe creare un ulteriore spazio fiscale che potrebbe essere utilizzato per limitare i periodi di crescita al di sotto del potenziale.

La ricerca suggerisce che un **asset sicuro europeo emesso dall'Unione** beneficerebbe di un "convenience yield", un **premio** che deriva dalla **scarsità di asset sicuri di alta qualità denominati in euro**.¹⁴

Se oggi le obbligazioni dell'UE fossero scambiate come attività sicure equivalenti, il rendimento di convenienza spingerebbe i costi di finanziamento al di sotto dei tassi di crescita.

Questo **differenziale** consentirebbe all'UE di emettere **debito aggiuntivo**, potenzialmente fino al 15% del PIL, e di

rinnovarlo a tempo indeterminato senza richiedere pagamenti da parte degli Stati membri. Ma funzionerebbe solo se potessimo assumere – con un alto grado di fiducia – che **i tassi di crescita reali sarebbero effettivamente più alti dei tassi di interesse reali su base duratura.**

In altre parole, non potremmo intraprendere questa strada a meno che **non siano già in corso riforme strutturali che aumentino i tassi di crescita potenziali nel medio termine.**

Senza debito comune, la sostenibilità dei bilanci nazionali sarà oggi un vincolo all'espansione delle politiche fiscali nazionali. Poi, dovremo anche spostare la nostra azione politica dal cambiamento dell'orientamento della politica di bilancio al miglioramento della sua composizione – aumentando gli investimenti pubblici – e al coordinamento tra gli Stati membri. Ciò crea anche la possibilità di aumentare la domanda.

Soprattutto, sfruttare il margine di bilancio nell'ambito delle nuove regole di bilancio dell'UE creerebbe un **ampio**

marginale per aumentare gli investimenti. La BCE stima che, se tutti i paesi dovessero sfruttare appieno il periodo di aggiustamento di sette anni, sarebbero disponibili ulteriori **700 miliardi di euro per gli investimenti**, una quota significativa del fabbisogno di investimenti pubblici richiesto.¹⁵

Quanto questo **investimento** influenzerebbe la **crescita** dipende ovviamente dai **moltiplicatori** ipotizzati. Tuttavia, la natura delle esigenze di investimento che l'Europa si trova oggi ad affrontare implica che **i moltiplicatori potrebbero essere piuttosto elevati.**

Permettetemi di concludere.

Tre fattori sono alla base del **modello economico in cui l'Europa è scivolata negli ultimi vent'anni**, basato sulla **debole domanda interna**, sui **bassi salari** e sugli **investimenti all'estero.**

La **prima** è stata la **globalizzazione "senza restrizioni"**, che ha creato un **contesto in cui la domanda esterna poteva diventare un motore più importante della crescita.**

Il **secondo fattore** è stata la **politica fiscale dopo la grande crisi finanziaria.** In parte a causa del **paradigma mercantilista che privilegiava la domanda estera rispetto alla domanda interna**, e in parte perché era limitata da un

mercato unico incompleto, la **politica fiscale divenne indebitamente**

restrittiva, sopprimendo la domanda interna e tagliando gli investimenti pubblici.

E il terzo fattore è stata la mancanza di progressi nell'eliminazione delle barriere all'interno del mercato unico, in particolare per i servizi, e nell'integrazione dei mercati dei capitali, anche se l'Europa ha dovuto affrontare un rallentamento della crescita della produttività e profondi cambiamenti tecnologici.

Questi fattori si sono combinati a vicenda per deprimere la crescita potenziale e indebolire l'efficacia delle politiche macroeconomiche. Il risultato è stato un livello di crescita interna in Europa ben al di sotto di quello che avremmo potuto raggiungere.

E questo contesto ha probabilmente contribuito, a sua volta, a ridurre la ricerca e lo sviluppo, l'innovazione e la crescita della produttività.

L'Europa si è di fatto intrappolata in un circolo vizioso.

La relazione sul futuro della competitività europea ha evidenziato l'eredità di queste scelte politiche nei principali settori economici europei. La disfunzione a livello macro si è tradotta in un quadro relativamente desolante a livello micro.

Sarebbe confortante credere che questi problemi non siano così gravi come sembrano e che, in quanto continente ricco, l'Europa possa entrare in una fase di declino

confortevole e gestito. Ma in realtà,

non c'è nulla di confortevole in questa prospettiva.

Se l'UE continuerà a mantenere il suo tasso medio di crescita della produttività del lavoro dal 2015, dato l'invecchiamento delle nostre società, l'economia tra 25 anni avrà le stesse dimensioni di oggi. Ciò

significa un futuro di entrate fiscali stagnanti e avanzi fiscali per evitare che il rapporto debito/PIL aumenti. Tuttavia, ci troviamo di fronte a impegni di spesa che non si ridurranno con il PIL.

I costi per mantenere il nostro modello sociale saranno enormi: le passività pensionistiche non finanziate nei paesi dell'UE vanno dal 150% al 500% del PIL. E oltre a questi obblighi, abbiamo gli ingenti investimenti necessari per realizzare le molteplici trasformazioni che stiamo affrontando.

I 750-800 miliardi di euro all'anno che la Commissione e la BCE stimano saranno necessari per investire in energia, difesa, digitalizzazione e ricerca e

sviluppo non includono nemmeno obiettivi importanti come l'adattamento ai cambiamenti climatici e la protezione dell'ambiente.

Tutti investimenti che determineranno se l'Europa rimarrà inclusiva, sicura, indipendente e sostenibile.

Tutti noi vogliamo la società che l'Europa ci ha promesso, una società in cui possiamo difendere i nostri valori indipendentemente da come cambia il mondo intorno a noi, ma non abbiamo alcun diritto immutabile che la nostra società rimanga sempre come la desideriamo. Dovremo lottare per mantenerlo.

2 FMI (2024), "Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies", Regional Economic Outlook Notes Europe, novembre.

3 FMI (2024), op. cit. Citazione.

4 Ilzetzki, E., Mendoza, E. e Végh, C. (2013), "Quanto grande (piccolo?) sono moltiplicatori fiscali?", Journal of Monetary Economics, vol. 60(2).

5 Lane, P. (2022), "La trasmissione della politica monetaria", discorso alla SUERF, CGEG | COLOMBIA | Conferenza SIPA, BEI, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE su "Prospettive dell'UE e degli Stati Uniti: nuovi orientamenti per la politica economica", New York, 11 ottobre.

6 Battistini, N., Delle Chiaie, S. e Gareis, J. (2023), "La politica monetaria e gli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti", Bollettino economico della BCE, numero 3/2023.

7 Per una rassegna, si veda Sedgley, N., Burger, J. e Tan, K. (2018), "La simmetria e la ciclicità della spesa per la ricerca e lo sviluppo nelle economie avanzate", Empirical Economics 57, 1811-1828.

8 Cfr., ad esempio, Hall, B., Lotti, F. e Mairesse, J. (2012), "Evidence on the impact of R&D and ICT investment on innovation and productivity in Italian businesses", NBER Working Paper n. 18053.

9 Sedlacek, P. e Ignaszak, M. (2021), "Produttività, redditività e crescita", documento di discussione CEPR n. DP16205.

10 Nell'ultimo decennio, gli investimenti in R&S da parte delle imprese europee sono stati pari a circa il 60% di quelli delle imprese statunitensi, con un divario che è cresciuto nel tempo. Cfr. Panetta, F. (2024), "A European Productivity Compact", intervento al XX Forum di dialogo Spagna-Italia (AREL-CEOE-SBEES), Barcellona, 3 dicembre.

11 FMI (2024), op. cit. Citazione.

12 <https://geekway.substack.com/p/a-visualization-of-europes-non-bubbly>

13 Per una rassegna più completa delle modalità di integrazione dei mercati dei capitali europei, si veda Lagarde C. (2024), "Follow the money: channelling savings into investment and innovation in Europe", intervento al 34° Congresso bancario europeo: "Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order", Francoforte, 22 novembre.

14 Ando, S., Dell'Ariccia, G., Gourinchas, P-O., Lorenzoni, G., Peralta-Alva, A. e Roch, F. (2023), "Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration", documento di lavoro dell'FMI n. 2023/059.

15 Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Hoendervangers, L. e Nerlich, C. (2024), "Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them", Blog della BCE, 27 giugno.

ABOUT THE AUTHOR

Mario Draghi is an Italian economist, central banker, and public servant with a distinguished career in international finance and policy. He served as President of the European Central Bank (ECB) from 2011 to 2019, where he played a pivotal role in navigating the Eurozone through the sovereign debt crisis. Widely recognised for his decisive leadership, including his famous commitment to do "whatever it takes" to preserve the euro, Draghi's tenure at the ECB significantly shaped monetary policy and financial stability in Europe. Prior to his ECB role, he was Governor of the Bank of Italy and held senior positions at Goldman Sachs and the World Bank.

Draghi has also made significant contributions to academia and policy-making. He holds a Ph.D. in economics from the Massachusetts Institute of Technology (MIT) and has published extensively on macroeconomics, monetary policy, and financial regulation. Most recently, he served as Prime Minister of Italy (2021-2022), leading the country through economic recovery efforts during the COVID-19 pandemic. Known for his pragmatism and expertise, Draghi remains a prominent voice on global economic challenges, and recently authored a major report on the future of European competitiveness for the European Commission.

THE CENTRE FOR ECONOMIC POLICY RESEARCH

The Centre for Economic Policy Research (CEPR) is a network of over 1,900 research economists based mostly in European universities. The Centre's goal is twofold: to promote world-class research, and to get the policy-relevant results into the hands of key decision-makers. CEPR's guiding principle is 'Research excellence with policy relevance'. It was founded in the UK in 1983, where it is a Charity, and in November 2019 CEPR initiated the creation of an Association under French law, in order to provide a vehicle for an expansion in France. The members of the Conseil d'Administration of the Association are identical to the UK Board of Trustees.

CEPR is independent of all public and private interest groups. It takes no institutional stand on economic policy matters and its core funding comes from its Institutional Members, projects that it runs and sales of publications. Because it draws on such a large network of researchers, its output reflects a broad spectrum of individual viewpoints as well as perspectives drawn from civil society. CEPR research may include views on policy, but the Trustees/members of the Conseil d'Administration of the Association do not give prior review to its publications. The opinions expressed in this report are those of the authors and not those of CEPR.

Chair of the Board
Founder and Honorary President
President
Vice Presidents

Sir Charlie Bean
Richard Portes
Beatrice Weder di Mauro
Maristella Botticini
Antonio Fatás
Ugo Panizza
Hélène Rey
Tessa Ogden

Chief Executive Officer