

Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Macroeconomica

Profili economici e politici di una unione fiscale nell'Eurozona

Prof. Paolo Canofari

RELATORE

Alessio Baccari

Matr. 083492

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1	5
1.1 Il futuro dell'Eurozona a un bivio	5
1.2 Creazione, sviluppo e funzionamento dell'UEM	7
1.3 La crisi del debito sovrano europeo	12
1.4 Una parentesi teorica: gli effetti della cooperazione tra politiche monetarie e fiscali	16
1.5 Un'unione fiscale per l'Eurozona	22
1.6 La necessità di riformare l'Eurozona	28
CAPITOLO 2	33
2.1 Le recenti riforme della politica fiscale nell'ambito dell'Eurozona	33
2.1.1 La riforma del PSC: Six pack, Fiscal Compact e Two pack	34
2.1.2 Il Fondo salva-Stati: il Meccanismo Europeo di Stabilità.....	36
2.2 Le lacune dell'attuale quadro fiscale	38
2.3 Proposte istituzionali	44
2.3.1 <i>Four Presidents' Report</i> (2012) e <i>Five Presidents' Report</i> (2015)	44
2.3.2 Il <i>Reflection Paper</i> della Commissione Europea (2017)	48
2.3.3 Rapporto annuale dell' <i>European Fiscal Board</i> (2018)	49
2.4 Il dibattito accademico	50
2.4.1 Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff (2016)	51
2.4.2 Thirion (2017)	52
2.4.3 Il "7+7 Report" (2018)	55
2.4.4 Darvas, Martin, Ragot (2018)	57
CAPITOLO 3	59

3.1 Profili economici fondamentali dell'unione fiscale dell'Eurozona	59
3.2 Analisi politica dell'introduzione dell'unione fiscale	66
3.3 Convenienza economica, diffidenza politica	68
CONCLUSIONE	69
BIBLIOGRAFIA	70
SITOGRAFIA	71
FIGURE E TABELLE	73
ABSTRACT	75

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni – in corrispondenza dello scoppio della crisi del debito sovrano europeo e delle sue severe ripercussioni a livello sociale per via dell'*austerità* – il dibattito su come riformare l'Eurozona si è fatto sempre più insistente. I progetti di riforma divergono soprattutto quando si parla dell'introduzione di una unione fiscale. Affiancare all'Unione Economica e Monetaria europea un'unione fiscale, infatti, significherebbe rivoluzionarne la struttura e dare avvio a una più vasta mutualizzazione della sovranità politica ed economica tra gli Stati membri, punto questo che evidentemente non trova d'accordo l'intera comunità politica europea.

In questo senso, il 2019 rappresenta un anno decisivo per capire quale sarà il futuro assetto delle istituzioni europee. Le elezioni del Parlamento europeo di fine maggio e l'insediamento della nuova Commissione europea a novembre costituiscono elementi in grado di influenzare in maniera fondamentale la realizzazione e la portata della – necessaria a mio avviso – unione fiscale a livello europeo.

La scelta di questo argomento arriva dopo un periodo di studio all'estero, durante il quale ho avuto la possibilità di trattare il tema da un punto di vista molto diverso – più critico ed analitico – rispetto a quanto fatto in precedenza.

L'obiettivo del presente lavoro è in un primo momento quello di introdurre il dibattito sulla riforma dell'UEM e di analizzare i pro e i contro dell'introduzione di una unione fiscale nell'Eurozona (Capitolo 1), per poi concentrarsi sulla sua possibile configurazione tramite l'analisi di alcune autorevoli proposte formulate al riguardo a livello sia istituzionale che accademico (Capitolo 2). Infine, si cercherà di giungere ad una conclusione, delineando gli auspicabili profili economici e politici dell'eventuale unione fiscale europea (Capitolo 3). Nello specifico, lo scopo finale è quello di rispondere agli interrogativi: quali sono le lacune fondamentali dell'attuale struttura dell'UEM? ; risulta auspicabile la creazione di una unione fiscale? ; da quali elementi dovrebbe essere composta? ; e, infine, come si potrebbero evitare gli effetti collaterali negativi che la sua introduzione potrebbe comportare?

Per la stesura di questo elaborato sono state utilizzate diverse fonti, provenienti soprattutto da centri di ricerca di politiche economiche e *think tank* quali Bruegel, CEPR e CEPS, nonché da istituzioni ed organi europei quali la Commissione europea e l'*European Fiscal Board*. Sono inoltre presenti, tra le fonti, articoli di autorevoli testate, quali *The New York Times*, *The Foreign Affairs* e *The Guardian*.

I. CAPITOLO 1

1.1 Il futuro dell'Eurozona a un bivio

A venti anni dall'entrata in vigore della valuta unica europea – il 1° gennaio 1999 – l'Eurozona vive una situazione di stallo. Nonostante la generale crescita economica degli ultimi anni, le ferite lasciate aperte dalla crisi del debito sovrano europeo non si sono ancora rimarginate del tutto. Le pesanti misure di austerità imposte agli stati più indebitati come condizione per l'erogazione dei necessari aiuti finanziari hanno generato, infatti, una grave crisi sociale e politica. Ne hanno beneficiato i movimenti politici populistici ed euroscettici emersi in Europa nel corso dell'ultimo decennio, che minacciano le fondamenta ideologiche ed istituzionali sulle quali si basa l'euro, sfidandone la legittimità.

Tale situazione ha portato da tempo autorevoli economisti a decretare “il fallimento dell'euro” (Feldstein, 2012). L'Eurozona, per i più scettici, sarebbe un'impalcatura economica strutturalmente insostenibile: “questo fallimento è l'inevitabile conseguenza di aver imposto una valuta unica a un gruppo di stati tanto eterogenei”¹. Dunque, la crisi del debito sovrano, la fragile condizione delle principali banche europee, gli alti livelli di disoccupazione e i deficit commerciali che hanno colpito molti paesi europei non sarebbero stati altro che effetti collaterali dell'introduzione dell'euro.

A dire il vero, prima che l'euro entrasse ufficialmente in vigore, alcuni economisti avevano intuito gli effetti negativi che la moneta unica avrebbe avuto sulle economie europee. Niall Ferguson e Laurence J. Kotlikoff parlavano già nel 2000 di un'incombente “degenerazione” dell'Unione Economica e Monetaria europea (UEM). In controtendenza rispetto al generale ottimismo che accompagnava la riuscita creazione dell'UEM, Ferguson e Kotlikoff prevedevano un futuro molto instabile, a causa della “crisi fiscale imminente sulla maggior parte degli stati membri dell'Eurozona”². Ai parametri di Maastricht – peraltro aggirati dalla stessa Italia al momento della sua adesione all'UEM – non corrisponde automaticamente il benessere dei sistemi fiscali nazionali: gli squilibri generazionali all'interno dell'Eurozona costituiscono una minaccia per la sopravvivenza della valuta unica nel medio periodo, nonostante il rispetto dei suddetti parametri (Ferguson & Kotlikoff, 2000). Si profilava dunque una scelta per la maggior parte dei membri dell'unione monetaria tra un netto aumento delle tasse o un drastico taglio della spesa pubblica. Strade difficilmente percorribili, data la debolezza politica dei governi dell'epoca, così come non attuabile era – ed è – l'unica opzione alternativa: ricorrere allo strumento dell'inflazione a livello nazionale non è contemplato, dati i vincoli imposti dalla Banca Centrale Europea (BCE). Proprio questo risulta essere il difetto fondamentale della moneta unica europea:

Gli stati sotto la pressione fiscale più forte ovviamente vorranno stampare denaro prima e più velocemente rispetto agli stati che si trovano in una situazione migliore. Il Trattato di Maastricht disciplina l'emissione di denaro; l'articolo 104 del trattato (ora articolo 101 del Trattato che

¹ Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

² Ferguson, N., Kotlikoff, L. J. (2000). *The Degeneration of EMU*. March/April 2000 issue, The Foreign Affairs.

*istituisce la Comunità Economica Europea) e l'articolo 21 dello Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali sanciscono una rigida clausola di "no bailout". Gli Stati membri che sperano di poter ricorrere all'inflazione per ridurre i loro debiti saranno semplicemente espulsi.*³

I suddetti economisti, dunque, avevano preannunciato la possibilità di conflitti politici tra governi nazionali in difficoltà e la BCE, così come tra stati più e meno virtuosi a livello finanziario. Già all'epoca, infatti, vi era la consapevolezza della scarsa integrazione politica tra le nazioni europee, che normalmente dovrebbe precedere – e non seguire – la creazione di un'unione monetaria. Inoltre, la storia suggerisce numerosi esempi di unioni monetarie tra stati fiscalmente indipendenti dissoltesi una volta che gli squilibri fiscali sono entrati in contrasto con la “spiacevole aritmetica della valuta unica”⁴ – basti pensare alla sorte dell'Unione monetaria austro-ungarica dopo il 1867 e dell'Unione monetaria latina del XIX secolo (Ferguson, Kotlikoff, 2000). Secondo tali economisti, in conclusione, i parametri di Maastricht sottovalutavano la portata dei problemi dell'Eurozona, e la loro analisi della contabilità generazionale evidenziava già all'epoca il rischio che l'UEM potesse dissolversi entro il decennio successivo. Una previsione a dir poco accurata.

Considerate le circostanze attuali, è chiaro come l'Eurozona stia vivendo un momento decisivo per il suo futuro, e la sopravvivenza della moneta unica è tutt'altro che scontata. Ormai al riparo dal pericolo di default di alcuni Stati membri, ma minacciata dalla continua crescita di consensi delle fazioni politiche euroscettiche, l'Unione Economica e Monetaria europea si trova di fronte a un bivio: è il momento di scegliere tra l'attuazione di una sua ampia riforma oppure la rassegnazione a un suo probabile lento dissolvimento. Il processo di integrazione europea è da tempo stato paragonato dagli stessi eurocrati ad andare in bicicletta: si avanza o si cade (Rogoff, 2017). Secondo l'economista statunitense Kenneth Rogoff, “nonostante molti politici europei siano riluttanti ad ammetterlo, lo status quo probabilmente non è sostenibile”⁵. Nello specifico, è in dubbio la capacità dell'Europa di affrontare e superare eventuali future crisi, soprattutto a causa del suo scarso sviluppo politico. È dunque necessario impegnarsi a completare tale struttura politica, riformando i settori bancario e finanziario, fiscale ed economico, istituzionale e politico. Molti economisti invocano in particolar modo una integrazione fiscale decisamente maggiore, per evitare la realistica possibilità di un caotico collasso dell'UEM al prossimo “stress test”, nel giro di un decennio (Rogoff, 2017).

Negli anni successivi alla crisi del debito sovrano europeo si è dunque aperto un ampio ed interessante dibattito, tanto a livello istituzionale quanto a livello accademico, sul futuro dell'Eurozona. Senza dubbio, le opinioni riguardo la convenienza o meno di completare l'unione monetaria con la creazione un'unione fiscale europea occupano una parte centrale di tale confronto. Da un lato, infatti, la maggioranza degli eurocrati e degli economisti avverte la necessità e l'urgenza di un forte coordinamento delle politiche fiscali dei membri dell'UEM, al fine di gestire meglio i futuri shock asimmetrici. Dall'altro, invece, vi è chi sostiene che tale

³ Ferguson, N., Kotlikoff, L. J. (2000). *The Degeneration of EMU*. March/April 2000 issue, The Foreign Affairs.

⁴ Ferguson, N., Kotlikoff, L. J. (2000). *The Degeneration of EMU*. March/April 2000 issue, The Foreign Affairs.

⁵ Rogoff, K. (2017). *The eurozone must reform or die*. The Guardian.

sviluppo comporterebbe più costi che benefici, e che le riforme fiscali attuate tra il 2011 e il 2013, oltre ad essere meno “invadenti” dal punto di vista politico, siano più che sufficienti ad affrontare nuove crisi. È interessante, inoltre, analizzare la grande quantità di proposte riguardanti le diverse possibili configurazioni della suddetta unione fiscale. Specialmente a partire dal 2016, infatti, tale dibattito ha visto aumentare notevolmente la sua partecipazione accademica, con una sorprendente varietà di idee in merito.

L’obiettivo del presente lavoro è proprio quello di approfondire ed analizzare le posizioni principali all’interno di tale dibattito, fondamentale a mio avviso per il futuro dell’Unione Economica e Monetaria e della stessa Unione Europea. Il 2019 rappresenta, in questo senso, un anno cruciale per le istituzioni europee: le elezioni del Parlamento europeo – che tenutesi tra il 23 e il 26 maggio – costituiscono un importante test per verificare il consenso popolare nei confronti di Bruxelles, così come il clima politico europeo. Con ogni probabilità, nel corso della prossima legislatura si prenderanno decisioni fondamentali riguardo la necessaria riforma dell’Eurozona: le elezioni del Parlamento europeo, dunque, rappresentano per i cittadini un’opportunità per dire la propria in tal merito, sostenendo partiti sovranisti o europeisti. In ogni caso, le prospettive politiche dell’Unione Europea non sono esattamente rosee, e la recente firma del Trattato di Aquisgrana – il 22 gennaio 2019 – tra Francia e Germania non fa che confermarlo. La sorprendente assenza di temi europei sembra segnalare un passo indietro rispetto alla Dichiarazione di Meseberg del luglio 2018, in cui si metteva in risalto la necessità di una forte integrazione fiscale a livello europeo: il nuovo trattato franco-tedesco appare dunque più un segno di debolezza che di salute dell’Unione (Bastasin, 2019). Le istituzioni europee saranno in grado di superare le difficoltà politiche e di approfittare del fertile dibattito accademico per riformare finalmente l’Unione Economica e Monetaria europea?

1.2 Creazione, sviluppo e funzionamento dell’UEM

L’Unione Economica e Monetaria europea rappresenta certamente il risultato più evidente e tangibile che sia stato ottenuto durante il processo di integrazione europea, iniziato con il Trattato di Roma del 1957. Oggi, a 27 anni dalla firma del Trattato di Maastricht e a 20 anni dalla sua nascita ufficiale, l’euro è la moneta di circa 340 milioni di cittadini di 19 stati europei (Fig. 1a)⁶. Inoltre, in questi anni l’euro è divenuto la seconda valuta più utilizzata al mondo, dopo il dollaro americano (Fig. 1b). Una volta completata la Brexit, le economie degli stati dell’Eurozona rappresenteranno l’85% del PIL totale dell’Unione Europea (Commissione Europea, 2017). L’UEM, dunque, è destinata a rivestire un ruolo di sempre maggiore importanza per il futuro dell’UE a 27 stati, e sarà quindi fondamentale garantirne il miglior funzionamento possibile.

⁶ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

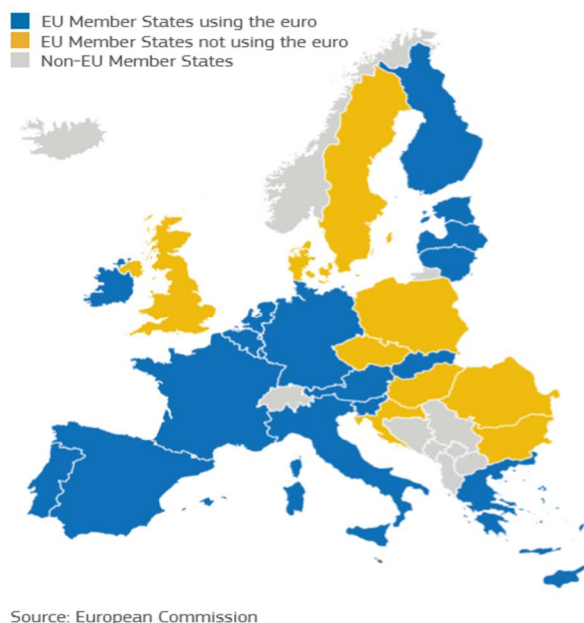


Fig. 1a: I 19 Stati membri dell'Eurozona.

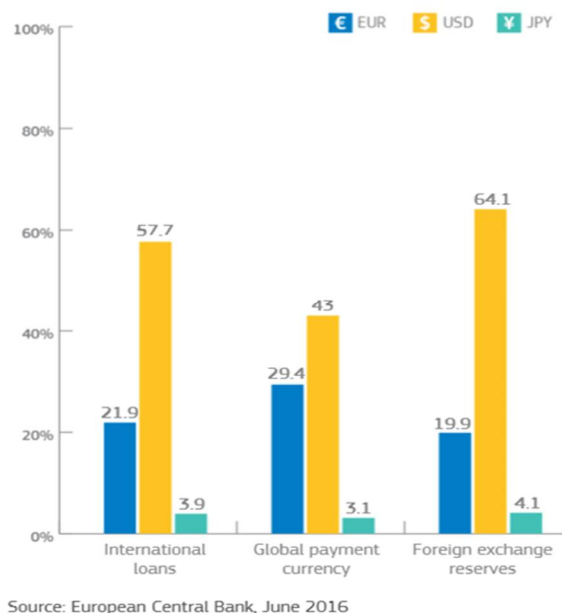


Fig. 1b: L'uso dell'euro su scala globale.

La nascita dell'UEM fu sancita con la firma del Trattato di Maastricht – il 7 febbraio 1992 – che, oltre a fissare i criteri politici ed economici necessari per poter entrare a far parte dell'Unione Europea, concluse la prima fase del passaggio alla moneta unica e stabilì gli ulteriori stadi di tale processo. Tuttavia, il primo passo verso la creazione di un'unione monetaria europea risale alla Conferenza dell'Aja del 1969, in cui venne discussa l'integrazione dei paesi membri della Comunità in campo politico e monetario. Ciò nonostante, la dichiarazione unilaterale di inconvertibilità del dollaro in oro da parte del presidente statunitense Nixon nel 1971 e l'abbandono degli accordi di Bretton Woods rappresentarono una immediata battuta di arresto. Dopo il fallimento del “serpente monetario europeo” (1972-73) tramite cui le monete della CEE avrebbero dovuto coordinarsi per seguire le oscillazioni del dollaro, la creazione del Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1979 fu la soluzione adottata per mantenere una parità di cambio prefissata. Lo SME, basandosi sugli Accordi Europei di Cambio (AEC), aveva il compito di ridurre la volatilità dei tassi di cambio tramite interventi di politica monetaria dei governi nazionali. Successivamente, l'impulso decisivo per la creazione dell'UEM si ebbe in occasione del Consiglio Europeo di Hannover del 1988, che fu il preludio del decisivo “Rapporto Delors”. La commissione presieduta da Jacques Delors – l'allora Presidente della Commissione Europea – delineò la realizzazione dell'UEM in tre fasi:

- Dal 1° luglio 1990, i principali obiettivi furono quelli di abolire le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri, rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e implementare la convergenza economica all'interno della CEE. Tale fase si concluse con la firma del Trattato di Maastricht, che emendò i Trattati di Roma con il nuovo Trattato sull'Unione Europea, ed entrò in vigore il 1° novembre 1993.

- Dal 1° gennaio 1994, con la creazione dell'Istituto Monetario Europeo (IME), il cui compito era quello di favorire un sempre maggiore coordinamento tra le banche centrali e tra le politiche monetarie e di preparare il terreno per l'istituzione del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), l'obiettivo principale fu il raggiungimento di una forte convergenza istituzionale ed economica. Inoltre, il 1° giugno 1998 fu istituita la Banca Centrale Europea (BCE), che avrebbe gestito la politica monetaria unica dell'UEM.
- Dal 1° gennaio 1999, venne introdotto l'euro e vennero fissati i tassi irrevocabili di conversione con le 11 monete degli Stati membri – Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. Tra il 2001 ed il 2015, altri 8 Paesi europei – Grecia, Slovenia, Cipro, Malta, Slovacchia, Estonia, Lettonia, Lituania – hanno adottato l'euro.

Attualmente, dunque, la BCE si occupa di svolgere le funzioni di politica monetaria nell'ambito dell'UEM, e dal 2013 ha assunto nuovi compiti in materia di vigilanza bancaria. La BCE è articolata in due organi, il Comitato esecutivo – cui compete la gestione della Banca e l'attuazione della politica monetaria – ed il Consiglio direttivo – che stabilisce l'orientamento della politica monetaria, fissa i tassi di interesse e svolge funzioni consultive – affiancati dal Consiglio generale – organo di consultazione. Gli obiettivi principali perseguiti dalla BCE sono il mantenimento della stabilità dei prezzi e del sistema finanziario e bancario (Baratta, 2017). Inoltre, la Banca opera in stretta collaborazione con le banche centrali dei membri dell'UE nell'ambito del SEBC. Quest'ultimo si occupa delle politiche economiche generali dell'UE, mentre il c.d. Eurosistema, di cui fanno parte i governatori delle banche centrali dei paesi dell'Eurozona, conduce il processo decisionale ed attuativo della politica monetaria dell'Unione. In base all'articolo 127, paragrafo 2 del TFUE, l'Eurosistema si occupa di:

- Definire ed attuare la politica monetaria per l'area dell'euro.
- Svolgere le operazioni sui cambi.
- Gestire il portafoglio dei paesi dell'area dell'euro.
- Promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.⁷

L'ingresso e la permanenza degli stati nell'Unione Economica e Monetaria sono subordinati al rispetto dei parametri di Maastricht. Questi requisiti economici e finanziari sono stabiliti dall'articolo 140, paragrafo 1 del TFUE (ex articolo 121 del TCE) e dall'articolo 126, paragrafo 2 del TFUE (ex articolo 104 del TCE). Nello specifico, essi riguardano:

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.it.html>

- Il “raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi”, che risulterà da un tasso di inflazione prossimo – e non superiore di oltre l’1,5% rispetto – a quello dei tre Stati membri più virtuosi.⁸
- La “sostenibilità della situazione della finanza pubblica” degli Stati membri, risultante dal “conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo”.⁹

In concreto, i parametri tenuti in considerazione sono:

- o Il rapporto tra disavanzo pubblico annuale (c.d. deficit) e PIL (art.126 TFUE), che non deve essere superiore al 3%.
- o Il rapporto tra debito pubblico e PIL (art.126 TFUE), che non deve superare il 60%.
- La stabilità del tasso di cambio.
- I livelli dei tassi di interesse a lungo termine.

Con lo scopo di rafforzare le politiche di vigilanza su deficit e debito pubblico degli Stati membri, nel 1997 fu stipulato il Patto di stabilità e crescita (PSC), il cui principale strumento è la c.d. procedura per deficit eccessivo (PDE). Tramite tale procedura di infrazione, l’UEM ha inteso rafforzare le regole che governano il coordinamento delle politiche fiscali dei membri, garantendo il rigore di bilancio collettivo. In base al Patto di stabilità e crescita, infatti, gli Stati membri dell’Eurozona devono impegnarsi a rispettare sempre i succitati parametri relativi alla sostenibilità del bilancio dello stato. La PDE – disciplinata dall’articolo 126 del TFUE – fa parte del braccio correttivo del PSC e consta di tre fasi: avvertimento, raccomandazione e sanzione. Ogni anno ad aprile i paesi che hanno adottato l’euro presentano il proprio programma di stabilità alla Commissione ed al Consiglio, e nel caso in cui i criteri di convergenza non siano soddisfatti il Consiglio avvia una PDE. Successivamente, lo stato in questione dovrà fornire un piano di azione correttivo soddisfacente, e se non rispetterà decisioni e raccomandazioni del Consiglio potrà incorrere nelle sanzioni di cui all’articolo 126, paragrafo 11 del TFUE.

L’introduzione dell’euro ha certamente portato con sé molti vantaggi tanto a livello sociale quanto in campo economico. La qualità di vita dei cittadini europei non è più condizionata dall’alta inflazione e dalla volatilità dei tassi di cambio degli anni ’70 e ’80. Il tasso di inflazione si è rapidamente uniformato al valore di riferimento della BCE del 2% (Fig. 2), mentre non è più necessario pagare tariffe per cambiare valuta all’interno dell’Eurozona. Inoltre, per le aziende europee la moneta unica ha garantito un grande risparmio di tempo e denaro. Infatti tali imprese fatturano in media due terzi delle esportazioni e metà delle importazioni in euro, e non sono più presenti rischi di cambio e costi di transazione per operazioni finanziarie nell’area

⁸ *Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea.*

⁹ *Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea.*

euro¹⁰. Infine, il generale contesto di bassi tassi di interesse ha permesso a famiglie ed imprese di beneficiare di un credito meno oneroso, e si stima che i governi dell'Eurozona abbiano risparmiato circa 50 miliardi di euro in tassi di interesse ogni anno (Commissione Europea, 2017). È importante perciò sottolineare i grandi risultati che la moneta unica ha contribuito a far raggiungere negli ultimi due decenni, portando ad un generale miglioramento della qualità di vita dei cittadini europei. Nonostante la crisi del debito sovrano e la diffusione di idee politiche euroscettiche, infatti, la Commissione Europea evidenzia come all'inizio del 2017 il 72% dei cittadini europei fosse pro-euro – facendo registrare il valore più alto dal 2004.

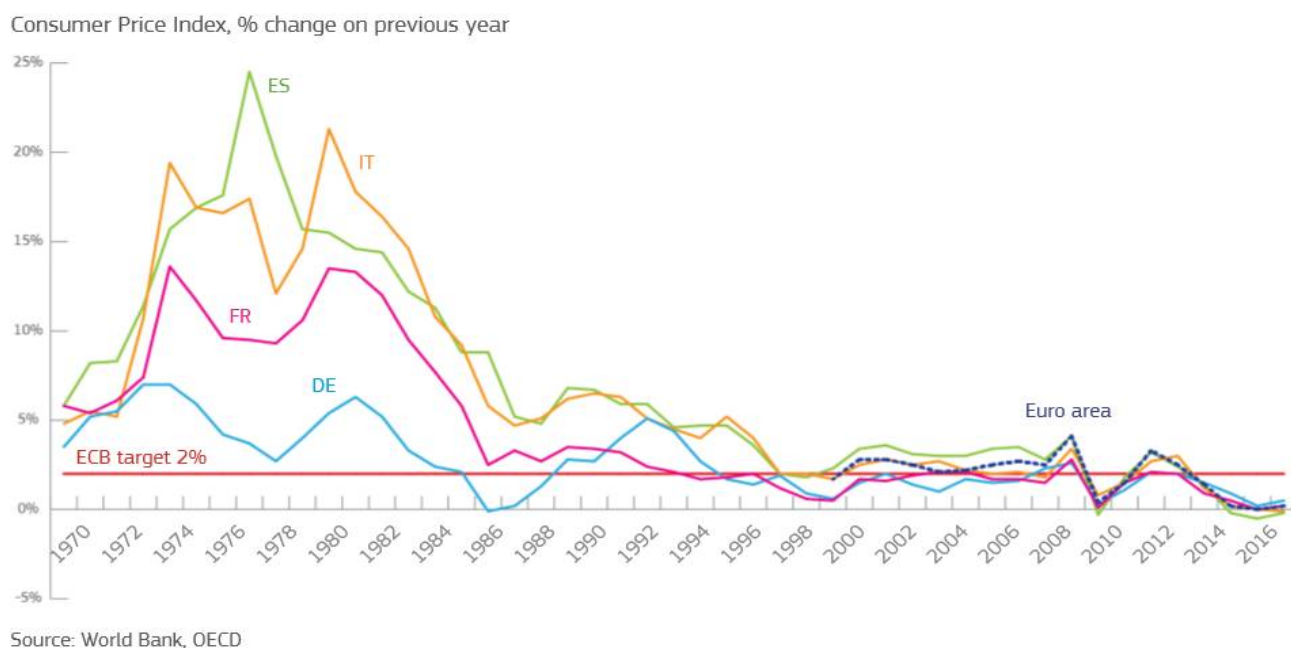


Fig. 2: *La stabilità dei prezzi raggiunta grazie all'euro.*

Tuttavia, come accennato in precedenza, economisti ed eurocrati concordano da tempo nel riconoscere la presenza di importanti difetti strutturali all'interno dell'UEM. Fin dall'introduzione dell'euro, infatti, in molti evidenziarono che l'unione monetaria avrebbe impedito agli Stati membri di rispondere adeguatamente alle crisi finanziarie, poiché era venuta meno la possibilità di svalutare la propria moneta e di abbassare i tassi di interesse per stimolare l'attività economica e rispondere a un calo della domanda (Feldstein, 2012; Woods, 2016). Secondo i sostenitori dell'euro, il rispetto dei parametri di Maastricht avrebbe evitato che i paesi accumulassero un debito eccessivo, e dunque avrebbe prevenuto all'origine le crisi. Un'unione monetaria, infatti, comporta sia che tutti gli Stati membri abbiano la medesima politica monetaria e lo stesso tasso di interesse di base, sia la presenza di un tasso di cambio fisso all'interno dell'unione e lo stesso tasso di cambio nei confronti di altre valute, anche se singoli paesi trarrebbero vantaggio dalla possibilità di modificare tali valori relativi (Feldstein, 2012). Quindi, come sottolinea l'economista Martin Feldstein, era chiaro che "l'euro avrebbe dunque portato a maggiori oscillazioni della produzione e dell'occupazione, a un adeguamento alle cadute della domanda aggregata molto più lento, e a costanti squilibri commerciali tra Europa e resto del

¹⁰ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

mondo”¹¹. Conseguenze che effettivamente si sono poi manifestate negli ultimi anni. Ciò è avvenuto perché la BCE basa la politica monetaria dell'Eurozona sulla condizione generale degli Stati membri. Dunque, avviene che “i tassi di interesse sono troppo alti negli stati con disoccupazione in aumento e troppo bassi negli stati con salari in rapida crescita”¹². Anzi, data la grande importanza dell'economia tedesca in Europa, la BCE è tenuta a dare maggiore considerazione alle condizioni della Germania rispetto a quelle di altri paesi. Proprio questa, infatti, è secondo molti la principale debolezza dell'euro: l'assenza, a livello europeo, di un'integrazione sociale e politica corrispondente all'integrazione monetaria gestita dalla BCE. I politici europei speravano che l'introduzione di una moneta unica avrebbe portato a un graduale scorrimento del potere politico verso le istituzioni dell'UE. Inoltre, prima della creazione dell'UEM, i mercati fornivano segnali di preavviso automatici – come un innalzamento dei tassi di interesse o un abbassamento dei tassi di cambio – agli stati con disavanzi fiscali eccessivi, affinché riducessero il proprio indebitamento. Segnali che l'unione monetaria ha eliminato.

Tali mancanze hanno spinto lo statunitense Kenneth Rogoff a sostenere che “l'euro non è stato essenziale ai fini del successo dell'UE, e anzi si è rivelato un impedimento”¹³ per molti stati: il raggiungimento della stabilità dei prezzi sarebbe stato favorito, più che altro, dall'avvento della moderna banca centrale (Rogoff, 2017). Anche Ferguson e Kotlikoff, dal canto loro, hanno sottolineato l'inadeguatezza dei parametri di Maastricht a garantire la sostenibilità delle politiche fiscali all'interno dell'UEM (Ferguson & Kotlikoff, 2000). In conclusione, la capacità di tenuta dell'UEM a una crisi di ampia portata era stata messa in dubbio fin dai primi anni 2000. Tuttavia, i difetti strutturali dell'unione monetaria concepita a Maastricht si sono manifestati in tutta la loro evidenza solo a partire dal 2008, anno in cui scoppiò la bolla immobiliare statunitense, dando avvio alla grande recessione.

1.3 La crisi del debito sovrano europeo

La grave crisi finanziaria iniziata nel 2007-2008 negli Stati Uniti ha palesato le debolezze di una moneta ancora giovane, colpendo l'Eurozona con particolare intensità a partire dalla fine del 2009. Tale crisi debitoria, nota come la *crisi del debito sovrano europeo*, ha caratterizzato in modo drammatico la prima parte del presente decennio, mettendo a dura prova le istituzioni che governano la moneta unica e mostrando “gli intrinseci limiti di un processo di unificazione monetaria sovra statuale”¹⁴. Solo negli ultimi anni la situazione è lentamente tornata alla normalità. Tuttavia, gli effetti della grande recessione hanno lasciato vistose cicatrici a livello sociale ed economico, specialmente nei cinque stati europei che ne sono stati più colpiti: Grecia,

¹¹ Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

¹² Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

¹³ Rogoff, K. (2017). *The eurozone must reform or die*. The Guardian.

¹⁴ Di Gaspare, G. (2011). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. Trento: CEDAM.

Portogallo, Spagna, Irlanda ed Italia. È quindi fondamentale, ai fini del presente lavoro, analizzare le cause e gli effetti di questo fenomeno, che ha contribuito a far riemergere con vigore il dibattito intorno al progetto di affiancare all'Unione Economica e Monetaria una forma di unione fiscale.

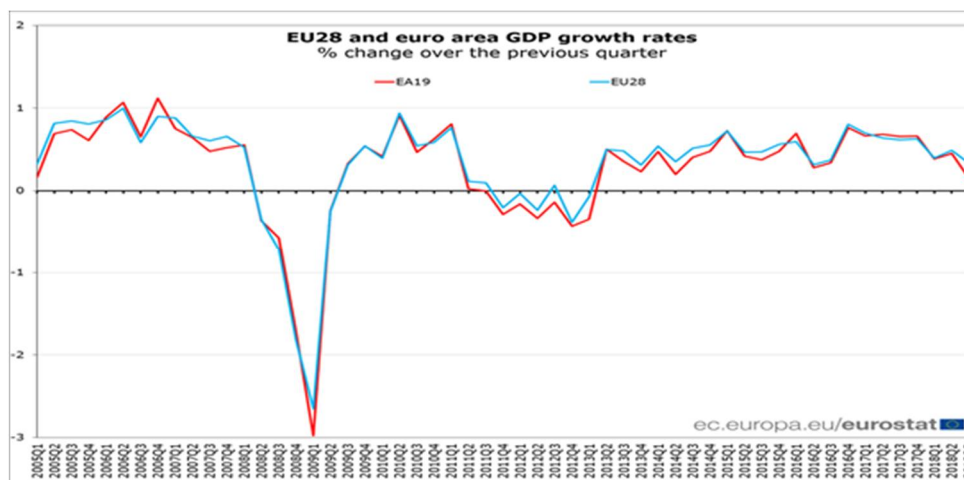


Fig. 3: L'andamento del PIL dell'UE e dell'Eurozona.

La crisi del debito sovrano europeo ha avuto origine dalla c.d. crisi dei *mutui subprime*, prestiti immobiliari concessi dagli istituti di credito statunitensi a clienti a forte rischio debitorio, e da molti considerati come una forma di speculazione finanziaria eccessiva. La sospensione dei pagamenti dei mutui concessi con eccessiva facilità innescò lo sgretolamento del credito causato dall'improvviso crollo della domanda nel settore immobiliare statunitense. Venne, quindi, colpita la principale fonte di liquidità della catena di montaggio dei titoli derivati, tra cui i più importanti erano i *collateralized debt obligations* (CDO)¹⁵. La cartolarizzazione dei mutui subprime¹⁶, dunque, aveva fatto sì che le banche statunitensi potessero scaricare i rischi collegati a tali prodotti finanziari su terzi, come investitori istituzionali, risparmiatori ed altre banche. In questo modo, anche le banche europee furono colpite dal *credit crunch*, e le banche centrali furono costrette ad intervenire a protezione delle banche maggiormente esposte al mercato dei derivati. Inoltre, il fallimento di Lehman Brothers, banca di investimento fortemente esposta nei confronti di creditori esteri, fu un ulteriore epicentro della propagazione della crisi in Europa.

Prima dell'introduzione dell'euro, stati economicamente modesti, come ad esempio la Grecia, potevano prendere in prestito solo limitate quantità di denaro ad un alto tasso di interesse, poiché i creditori avvertivano il rischio che tali stati potessero avere difficoltà a pagare i propri debiti qualora avessero avuto accesso al

¹⁵ Di Gaspare, G. (2011). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. Trento: CEDAM.

¹⁶ Il *Garn St. Germain Depository Institutions Act* (1982) ed il *Community Reinvestment Act* (2002) rappresentano i due passaggi legislativi fondamentali nel processo di finanziarizzazione del settore immobiliare e di concessione dei mutui subprime. Il fallimento delle *Saving&Loan* statunitensi negli anni '80, inoltre, fu l'impulso decisivo alla nascita del processo di cartolarizzazione dei mutui del settore immobiliare (MBS). Tale meccanismo consiste nell'esternalizzazione del rischio di insolvenza dei mutuatari da parte delle banche di credito, tramite la loro vendita principalmente a banche d'investimento e ad altri investitori. Questi ultimi, successivamente, si occupano di creare i CDO inserendovi ampie tranches di mutui MBS ed ABS.

credito più facilmente. Tuttavia, con la creazione dell'UEM, gli stessi stati ebbero la possibilità di contrarre prestiti più ampi e tendenzialmente al medesimo tasso di interesse della Germania. I creditori consideravano che, anche nel caso in cui uno stato non fosse stato in grado di estinguere il debito, sarebbero intervenuti in tal senso gli stati economicamente più prosperi dell'Eurozona, che non potevano permettere il *default* di un paese con la stessa moneta. Inoltre, le rigorose politiche antinflazionistiche hanno causato la caduta dei tassi di interesse in paesi in cui in precedenza la prospettiva di un alto tasso di inflazione li aveva tenuti alti¹⁷. Dunque, alla luce di tale cambiamento portato dall'euro, cittadini e governi aumentarono i loro prestiti. Nello specifico, mentre i primi investivano nel mercato immobiliare, i governi si indebitavano per finanziare ampi programmi sociali, aumentando la spesa pubblica a livelli prima irraggiungibili. Vennero varate politiche basate sul *deficit spending* – come l'aumento dei posti di lavoro, dei salari e delle pensioni – finanziati con il denaro facilmente concesso in prestito. In molti stati si ebbe, dunque, un rapido aumento del rapporto tra debito pubblico e privato e PIL. In particolar modo, Grecia, Italia e Portogallo, avendo accumulato ampi debiti, erano in grado di ripagarli solo prendendo ulteriore denaro in prestito. In Spagna ed Irlanda, invece, il credito a basso costo favorì la creazione di grandi bolle immobiliari. Nonostante i rischi che l'aumento del deficit comportava, i mercati inizialmente non alzarono i tassi di interesse, poiché i creditori – ignorando la clausola del “*no bailout*” – consideravano un'obbligazione emessa dal governo di uno Stato membro dell'UEM sicura quanto quella emessa da ogni altro governo dell'unione monetaria¹⁸. Le economie nazionali europee divennero sempre più profondamente interconnesse, per via del credito a basso costo e della concessione transnazionale di prestiti.

Tale meccanismo, insieme all'aumento della spesa pubblica nazionale, andò avanti finché il credito era disponibile, ovvero fino al 2008, anno in cui, come accennato sopra, si ebbe il collasso del mercato immobiliare statunitense. La crisi del credito si diffuse rapidamente in Europa, a causa dell'esposizione delle banche europee al mercato dei derivati, interrompendo l'ampia disponibilità del credito a basso costo per gli stati europei indebitati. Quando, nel 2010, i mercati riconobbero l'errore di considerare i bond dei paesi dell'Eurozona ugualmente sicuri, i tassi di interesse sui debiti sovrani di stati quali Grecia, Italia e Spagna iniziarono ad aumentare. Improvvisamente le economie che negli anni precedenti si erano affidate con successo al *deficit spending* non potevano più funzionare, non potendo prendere più – con la stessa facilità – denaro in prestito né per finanziare i programmi sociali avviati né per pagare i propri debiti, impossibili da estinguere senza ulteriori prestiti. In particolar modo, la situazione in Grecia divenne molto preoccupante fin dall'inizio: quello che in un primo momento era un problema di liquidità – ovvero la possibilità che il governo greco non avesse denaro a sufficienza per rispettare gli interessi successivi – si tramutò in un problema di solvibilità – con la paura che la Grecia non sarebbe stata in grado di pagare i propri debiti¹⁹. Allo stesso modo, l'Italia arrivò all'orlo dell'insolvenza. A causa della forte interconnessione tra gli Stati membri dell'unione

¹⁷ Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

¹⁸ Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

¹⁹ Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.

monetaria, ciò rappresentava un grave problema anche per gli stati che non erano coinvolti direttamente in tale emergenza.

Dunque, le economie più virtuose, come Francia e Germania, furono costrette ad intervenire per evitare che la situazione portasse ad un *default* generalizzato. I negoziati tra i governi coinvolti e la c.d. *troika* – la BCE, la Commissione Europea e il Fondo Monetario Internazionale – portarono a programmi in loro soccorso. Tuttavia, tali istituzioni subordinarono l'erogazione degli aiuti finanziari all'implementazione, da parte degli stati indebitati, di rigide misure di austerità, per tornare ad avere un bilancio sostenibile e per fare in modo che tale situazione non si presentasse mai più. Ciò comportava fare ampi tagli alla spesa pubblica, prendendo meno denaro in prestito e allo stesso tempo pagando più debiti. Chiaramente, l'*austerity* imposta dalle istituzioni europee si rivelò estremamente impopolare, poiché ebbe effetti drammatici a livello sociale, portando a meno posti di lavoro, pensioni più basse, assistenza sanitaria meno accessibile, meno fondi all'istruzione e tagli ai servizi locali. Inoltre, l'*austerity* non riequilibra automaticamente il bilancio di uno stato, poiché alla diminuzione dei salari corrispondeva una diminuzione delle tasse raccolte dal governo e dunque del suo budget. Ancora, molti Stati membri dell'UEM decisero di usare i soldi dei contribuenti per supportare finanziariamente le banche ed evitarne il fallimento. Di conseguenza, è cresciuto esponenzialmente il supporto per i partiti populistici e nazionalisti di matrice euroscettica, mentre il consenso nei confronti delle istituzioni europee è calato sensibilmente. Ciò è accaduto poiché, secondo Kathleen McNamara, scienziata politica autrice di "*The Politics of Everyday Europe*", le politiche di *austerity* sono state identificate strettamente con il volere dell'Europa e della BCE (Woods, 2016).

Tra l'inizio della crisi alla fine del 2009 ed il 2014, i livelli di debito pubblico sono aumentati in modo significativo, da meno del 70% a più del 90% del PIL in media (Commissione Europea, 2017). Gli investimenti hanno avuto un crollo, per via della scarsa disponibilità del credito, di più del 18% tra il 2008 e il 2013. La crisi finanziaria si è rapidamente diffusa all'economia reale, provocando un vertiginoso aumento della disoccupazione, raggiungendo picchi del 27,3% in Grecia e del 26,1% in Spagna nel 2013 (dati Eurostat, Fig. 4). Milioni di posti di lavoro sono stati tagliati, e i salari hanno subito una forte pressione, riducendo notevolmente il potere d'acquisto dei cittadini.

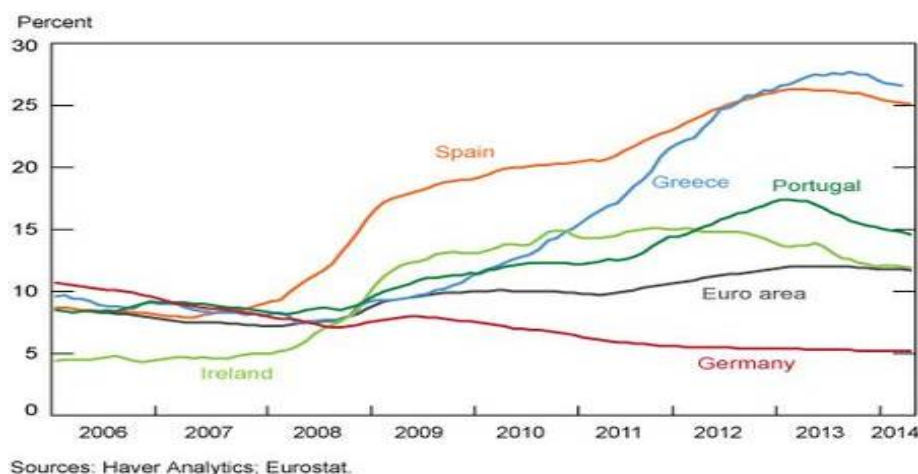


Fig. 4: Andamento dei tassi di disoccupazione in alcuni stati dell'Eurozona tra 2006 e 2014.

La struttura dell'Eurozona, basata su un'unione monetaria senza un'unione fiscale – ovvero con tassazioni e norme pensionistiche pubbliche differenti – ha certamente contribuito ad aggravare la crisi, limitando la capacità delle istituzioni europee di reagire e gestire lo shock. La limitata capacità di manovra in questo senso della BCE rispetto alla FED ha messo in luce la contraddizione tra la stentata integrazione politica ed istituzionale dell'UE e l'unificazione – non corrisposta – del sistema monetario nell'UEM (Di Gaspare, 2011). Infatti, “la BCE per far fronte alla crisi non può raccordarsi ad alcuna correlata autorità politica di governo della UE”²⁰ e non controlla direttamente i sistemi bancari dei singoli stati. Non essendo attrezzata per far fronte a crisi esogene e sistemiche, la BCE ha un margine di manovra limitato al controllo quantitativo, riguardante il tasso di interesse e occasionali aperture di credito (Di Gaspare, 2011). Questa situazione ha condotto a mediazioni politiche notoriamente sbilanciate tra gli Stati membri dell'Eurozona, dettate soprattutto dalla specifica situazione economica delle parti. Infine, McNamara sostiene che è poco chiaro se le fondamenta ideologiche dell'euro reggano ancora oggi, dopo che “i disastrosi effetti provocati dalle politiche di austerità imposte agli stati indebitati [...] hanno creato profonde disuguaglianze politiche e attizzato le fiamme del rigurgito populista contro [...] la tecnocrazia europea”²¹. In conclusione, è necessario aggiornare la configurazione istituzionale ed incrementare l'autorità politica dell'UE e dell'UEM per restituire legittimità all'indipendenza della BCE (McNamara, 2018).

1.4 Una parentesi teorica: gli effetti della cooperazione tra politiche monetarie e fiscali

Per comprendere il motivo per cui la discussione sul completamento dell'UEM tramite un'unione fiscale ha un'importanza fondamentale per il futuro del progetto europeo, bisogna analizzare in modo più dettagliato il ruolo della politica fiscale e le interazioni tra politica monetaria e politica fiscale all'interno di un sistema economico. È dunque necessario introdurre il modello economico IS-LM (Fig. 5) e il modello economico AD-AS.

La politica monetaria è la politica attraverso cui la Banca Centrale gestisce l'offerta di moneta e fissa i tassi di interesse, da cui dipendono alcune componenti della domanda aggregata, poiché agisce negativamente sia sugli investimenti che sulle esportazioni nette. Nel mercato della moneta, infatti, la Banca Centrale offre moneta, mentre gli individui, compiendo scelte di portafoglio, rappresentano la domanda di moneta, che – in termini reali – dipende positivamente dal reddito e negativamente dal tasso di interesse. Nel mercato della moneta si ha equilibrio quando domanda e offerta sono uguali, ovvero quando

²⁰ Di Gaspare, G. (2011). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. Trento: CEDAM.

²¹ McNamara, K. R. (2018). *The Euro in Decline? How the Currency Could Spoil the Global Financial System*. The Foreign Affairs. Tratto il 8/06/2019 da <https://www.foreignaffairs.com/articles/2018-01-12/euro-decline>

$$M^s/P = M^d/P = K Y - h i ,$$

dove “Y” indica il reddito e “i” il tasso di interesse, “h” la sensibilità del tasso di interesse alla domanda di moneta, “K” il capitale. È dunque compito della Banca Centrale modificare il tasso di interesse di equilibrio, aumentando o diminuendo l’offerta di moneta tramite operazioni di mercato aperto. Aumentando l’offerta di moneta, diminuisce il tasso di interesse di equilibrio. Viceversa, quando la Banca Centrale riduce l’offerta di moneta, il tasso di interesse aumenta. L’equilibrio nel mercato della moneta è rappresentato dalla curva LM, indicata dall’equazione:

$$i = - 1/h M^s/P + k/h Y.$$

La politica fiscale, invece, è una delle principali leve della politica economica del governo. Essa, infatti, è deputata a stabilire il livello dell’imposizione fiscale sui contribuenti e a controllare il livello della spesa pubblica. Inoltre, è importante sottolineare che la politica fiscale impiega più tempo della politica monetaria ad essere attuata, essendo di natura politica. I suoi effetti sono ben descritti dalla curva IS. Nel mercato dei beni si ha equilibrio quando tutto ciò che è prodotto e distribuito come reddito viene speso. La sua equazione di equilibrio, considerando anche il tasso d’interesse, è:

$$Y = E = C + I + G + X_N ,$$

dove “E” indica la spesa, mentre “C” rappresenta i consumi, “I” gli investimenti, “G” la spesa pubblica del governo e “X_N” le esportazioni nette. A partire da tale equazione, è possibile derivare la curva IS, che costituisce l’insieme delle combinazioni di reddito e tasso di interesse in corrispondenza delle quali vi è equilibrio nel mercato dei beni, ovvero in cui il reddito è uguale alla spesa (Y = E). L’equazione della curva IS si ottiene, dunque, sviluppando la precedente nel seguente modo:

$$Y = C_0 + c_1 [Y - (T_0 - t Y)] + I_0 + b_1 - b_2 i + X_0 - m_1 Y - m_2 i + G$$

$$Y = C_0 + c_1 Y - c_1 T_0 + c_1 t Y + I_0 + b_1 - b_2 i + X_0 - m_1 Y - m_2 i + G$$

$$(b_2 - m_2) i = - [1 - c_1 (1 - t) - b_1 + m_1] Y + I_0 + C_0 + X_0 + G - c_1 T_0$$

$$\alpha i = - B Y + A.$$

$$\text{Curva IS:} \quad i = A/\alpha - B/\alpha Y,$$

dove “α” rappresenta le componenti della domanda aggregata dipendenti dal tasso di interesse. “B” le sue componenti dipendenti dal reddito e “A” le sue componenti autonome.

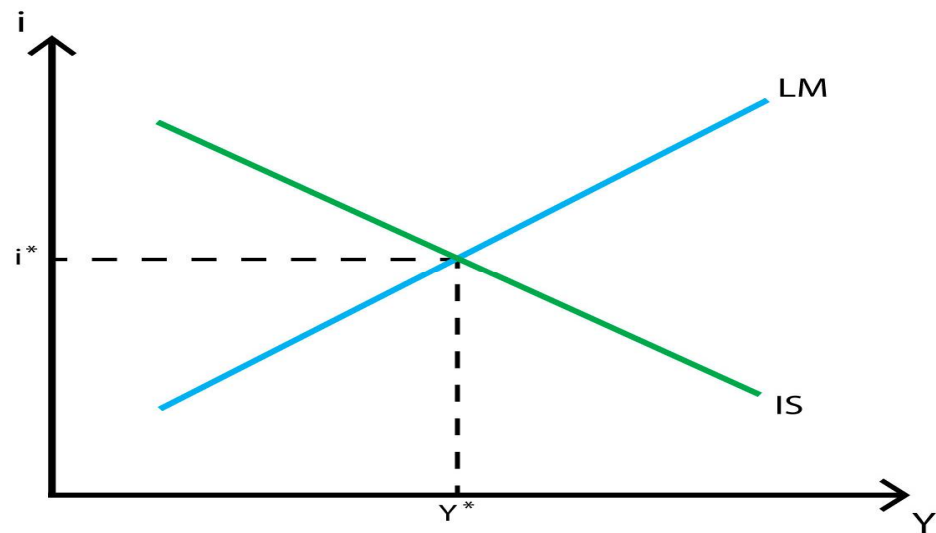


Fig. 5: Il modello IS-LM rappresentato graficamente.

Politica monetaria e politica fiscale possono essere sia espansive che restrittive:

- *Politica monetaria espansiva:* consiste in un aumento dell'offerta di moneta. Determina uno spostamento verso destra della curva LM, provocando, dunque, un aumento del reddito ed una diminuzione del tasso di interesse (Fig. 6a).
- *Politica monetaria restrittiva:* consiste in una riduzione dell'offerta di moneta nel sistema economico. Determina uno spostamento verso sinistra della curva LM, provocando, dunque, una diminuzione del reddito ed un aumento del tasso di interesse (Fig. 6b).

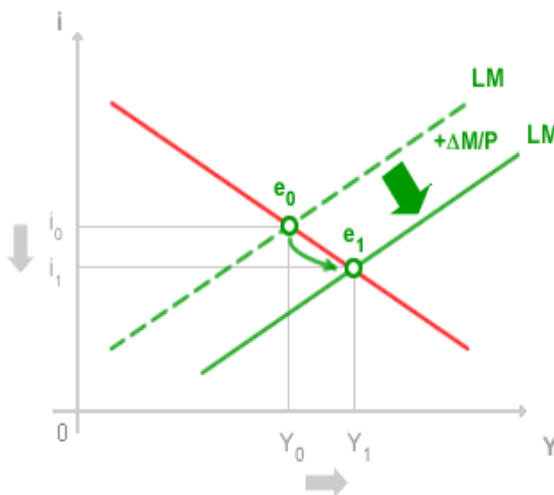


Fig. 6a: Politica monetaria espansiva.

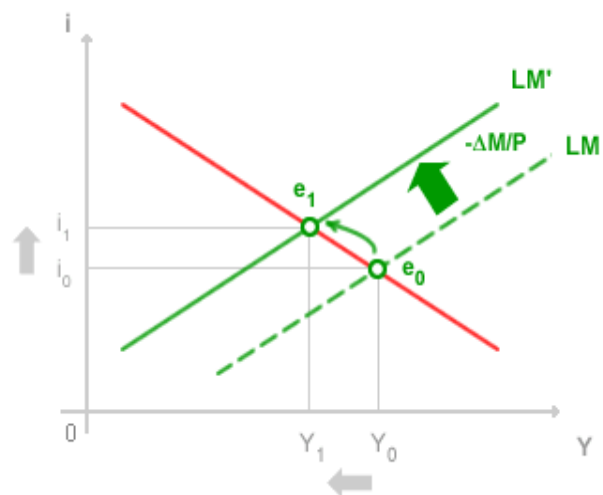


Fig. 6b: Politica monetaria restrittiva.

- *Politica fiscale espansiva:* generalmente si ottiene tramite un aumento della spesa pubblica, una riduzione del prelievo fiscale o un aumento dei trasferimenti. Essa determina uno spostamento verso l'alto della curva IS. Il nuovo punto di equilibrio avrà un livello maggiore di reddito ed un maggior tasso di interesse (Fig. 7a).

- *Politica fiscale restrittiva*: si ottiene tramite tagli alla spesa pubblica, un aumento della pressione fiscale o una riduzione dei trasferimenti. Determina uno spostamento verso il basso della curva IS, provocando una diminuzione del reddito e del tasso di interesse (Fig. 7b).

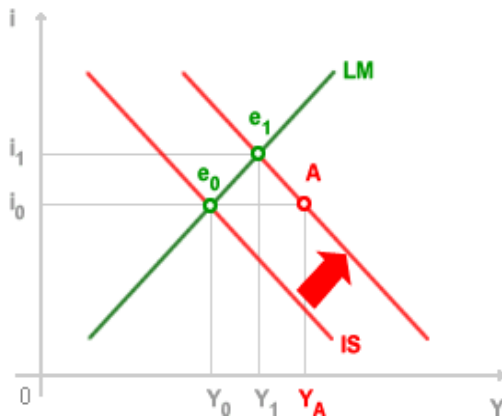


Fig. 7a: *Politica fiscale espansiva.*

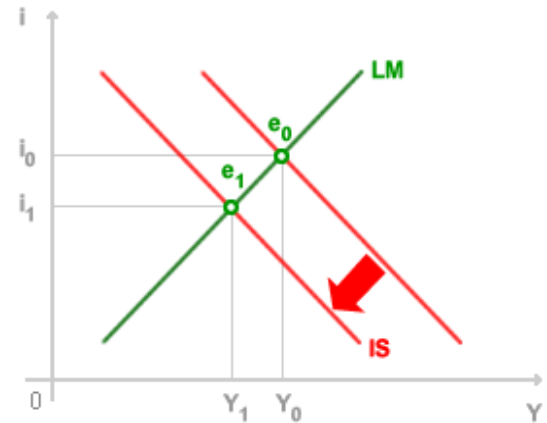


Fig. 7b: *Politica fiscale restrittiva.*

Grazie al modello IS-LM, è dunque possibile fare un primo confronto tra politica monetaria e politica fiscale. Nello specifico, nel caso in cui la domanda reale di moneta M^d/P sia molto sensibile al tasso di interesse – ovvero quando la sensibilità del tasso di interesse alla domanda di moneta sia maggiore della componente della domanda aggregata dipendente dal tasso di interesse ($h > \alpha$) – l'efficacia della politica fiscale è nettamente maggiore rispetto a quella della politica monetaria. Il caso limite è rappresentato dalla c.d. *trappola della liquidità* (Fig. 8) – situazione in cui, dato che i tassi di interesse sono talmente bassi che tutti gli operatori economici si aspettano che salgano, tutta la moneta immessa dalla Banca Centrale tramite politiche monetarie espansive viene detenuta in forma liquida, non influenzando sul tasso di interesse. In questo caso ($h \rightarrow +\infty$) la politica monetaria è completamente inefficace, mentre la politica fiscale raggiunge la sua massima efficacia. Quando, invece, la domanda di moneta è poco sensibile al tasso di interesse ($h < \alpha$), si può osservare una grande efficacia della politica monetaria rispetto alla politica fiscale. Il caso estremo si ha quando $h = 0$, e dunque la politica fiscale si rivela inefficace, a differenza della politica monetaria che raggiunge l'effetto massimo.

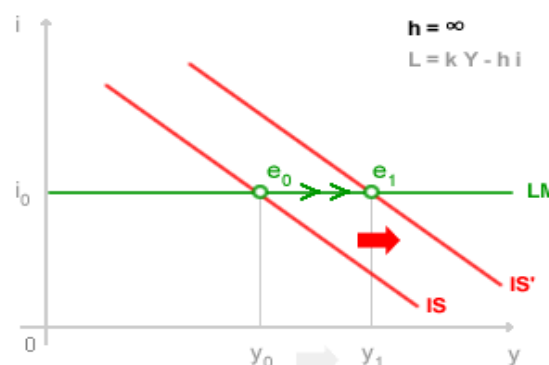


Fig. 8: *Rappresentazione grafica della trappola della liquidità.*

Inoltre, è utile analizzare alcune situazioni in cui una buona cooperazione tra l'autorità fiscale e l'autorità monetaria permette di evitare problemi dal punto di vista economico. Nel caso A, l'attuazione di una politica fiscale espansiva provoca un incremento del reddito e del tasso di interesse. Tuttavia, un alto tasso di interesse può creare problemi, ad esempio rendendo il debito pubblico più difficile da sostenere. Dunque, la Banca Centrale potrebbe accompagnare la politica fiscale espansiva con una politica monetaria espansiva. In questo modo, si tornerebbe allo stesso livello del tasso di interesse iniziale, provocando un effetto ancora più espansivo sul reddito. Nel caso B, invece, a causa della necessità di riduzione del deficit, un governo attua una politica fiscale restrittiva. Tuttavia, l'effetto è quello di causare o aggravare una situazione di recessione. La Banca Centrale, in questo caso, potrebbe intervenire positivamente con una politica monetaria espansiva, in modo tale da mantenere il PIL al livello iniziale, con un tasso di interesse più basso.

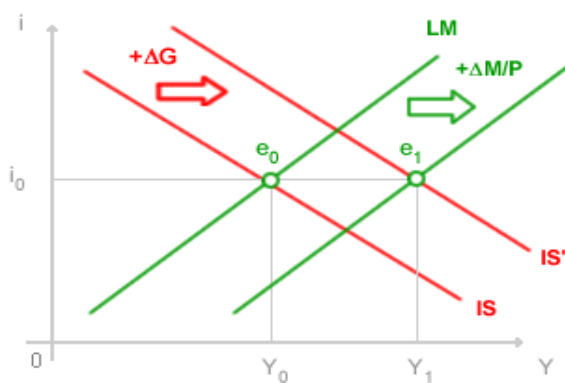


Fig. 9a: Illustrazione del caso A.

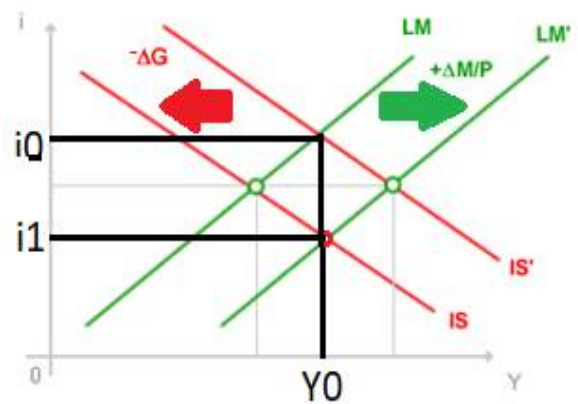


Fig. 9b: Illustrazione del caso B.

Infine, le politiche esaminate finora hanno effetti apprezzabili anche tramite il modello AD-AS, che mette in relazione il reddito al livello dei prezzi. La curva di domanda aggregata AD esprime una relazione negativa tra livello dei prezzi e livello della produzione, ed è sensibile alle politiche monetarie e fiscali. Politiche economiche – sia fiscali che monetarie – espansive, infatti, provocano uno spostamento della curva AD verso l'alto. Dunque, per ciascun livello di prezzo, il PIL risulterà più elevato. In caso di politiche restrittive, invece, la curva AD si abbassa, ed in corrispondenza di ciascun prezzo il PIL di equilibrio sarà inferiore.

Uno spostamento verso il basso della curva AD – dovuto, ad esempio, ad un peggioramento del clima di fiducia delle imprese – si traduce in uno *shock negativo della domanda* (Fig. 10a). Nel breve periodo, i prezzi rimangono costanti, mentre la quantità prodotta si riduce rimanendo al livello iniziale dei prezzi, provocando dunque una riduzione del PIL. Nel medio periodo, invece, le imprese iniziano ad abbassare i prezzi. Tale riduzione genera un incremento della produzione e una diminuzione delle aspettative dei prezzi futuri da parte dei lavoratori. Ciò causa uno spostamento verso il basso della curva AS, innescando un processo che termina quando tale curva – dopo n periodi – torna ad intersecare la curva AD in corrispondenza del PIL

naturale, dove i prezzi corrispondono alle aspettative fissate dai lavoratori. In questo punto i prezzi non variano più, e si è tornati in equilibrio. In questa situazione, il governo potrebbe attuare una politica fiscale espansiva per accelerare la fase di convergenza del PIL verso il suo livello naturale, dopo una fase recessiva.

Politiche monetarie e fiscali di tipo espansivo, invece, provocano uno *shock positivo della domanda* (Fig. 10b). Ciò consiste in uno spostamento verso l'alto della curva AD. Nel breve periodo, i prezzi rimangono fissi al livello iniziale. Nel medio periodo, invece, l'eccesso di domanda rispetto all'offerta causa un incremento dei prezzi, che si traduce in un aumento delle aspettative sui prezzi da parte degli operatori. La curva AS, dunque, si sposta verso l'alto finché, dopo n periodi, interseca nuovamente la curva AD in corrispondenza del livello del PIL naturale, con un aumento del livello dei prezzi. La politica monetaria, nel medio periodo, è neutrale poiché non incide sulla composizione del PIL – lo stock di moneta in termini reali è rimasto costante. La politica fiscale, invece, non è neutrale, poiché il PIL, pur tornando al suo livello naturale, vede cambiata la sua composizione. Infatti, è aumentata la componente della spesa pubblica, mentre sono diminuiti i livelli degli investimenti e delle esportazioni nette, per effetto dell'aumento dei tassi di interesse.

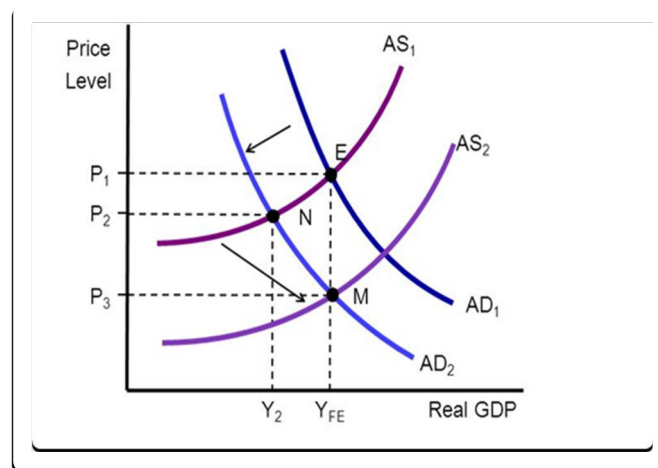


Fig. 10a: *Shock negativo della domanda.*

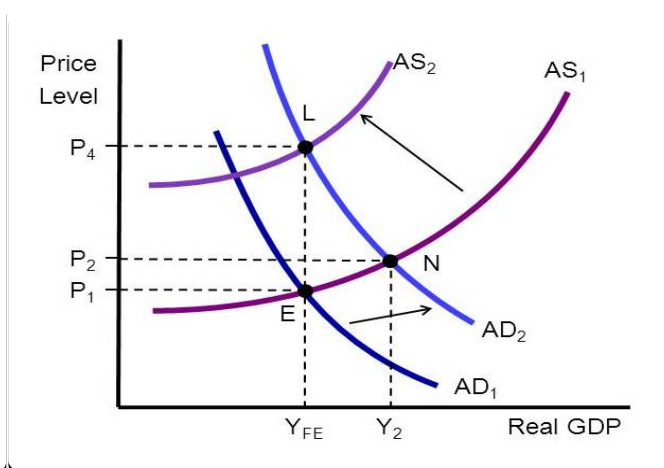


Fig. 10b: *Shock positivo della domanda.*

Dunque, alla luce di quanto accennato finora, è essenziale evidenziare l'importanza di un adeguato coordinamento tra politica fiscale e monetaria. Proprio questa, infatti, è risultata essere la maggiore debolezza dell'Unione Economica e Monetaria europea. Nonostante l'assegnazione della gestione della politica monetaria dell'Eurozona all'eurosistema, sono ancora i governi nazionali ad occuparsi della formulazione ed implementazione della propria politica fiscale. È, dunque, più difficile, nonostante le norme di disciplina fiscale introdotte dal Trattato di Maastricht, assicurare una buona cooperazione tra autorità fiscali – a livello nazionale – e monetaria – a livello europeo. Una norma fiscale, infatti, è un “vincolo sulla politica fiscale di un governo che impone limiti quantitativi sugli aggregati di finanza pubblica”²², i cui obiettivi principalmente sono la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo e la stabilizzazione economica nel breve periodo. Tali

²² Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.

norme, nel caso dei parametri di Maastricht, assumono la forma di massimali degli aggregati economici. Tuttavia, una prima difficoltà consiste nel far sì che queste norme, pur influenzando le politiche del governo al fine di evitare disavanzi eccessivi ed errori di coordinamento, non rappresentino un vincolo burocratico alla democrazia rappresentativa (Darvas, Martin, Ragot, 2018). Certamente le regole fiscali, se ben disegnate ed attuate, possono limitare notevolmente l'impatto delle distorsioni politiche ed economiche. Viceversa, possono essere fonte di instabilità, specialmente se generano una politica fiscale pro-ciclica.

1.5 Un'unione fiscale per l'Eurozona

Alla luce di quanto emerso dai precedenti paragrafi introduttivi, è ora possibile entrare nel vivo della nostra trattazione. Il dibattito sulla convenienza di uno strumento fiscale comune per l'Eurozona, che vada a completare l'Unione Economica e Monetaria, certamente non è nuovo. Tale idea, infatti, fu discussa fin dai primi passi verso l'integrazione monetaria, negli anni '70. Nello specifico, il *Werner report* (1970) ed il *MacDougall report* (1977) evidenziavano come una futura unione monetaria europea avrebbe dovuto essere affiancata da uno "stabilizzatore fiscale centralizzato per fronteggiare shock asimmetrici"²³, nella forma di un budget comune pari a circa il 5-7% del PIL, quantomeno inizialmente (Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff, 2016). Tuttavia queste proposte non raccolsero molti consensi, ed il Rapporto Delors lasciò da parte le precedenti considerazioni riguardanti l'unione fiscale europea. Di conseguenza il Trattato di Maastricht non incluse alcuna forma di unione fiscale, fatta eccezione per il solo coordinamento della "disciplina fiscale" a livello nazionale. Gli Stati membri, dunque, si sarebbero dovuti impegnare a mantenere una salda situazione finanziaria, per evitare che la neonata unione monetaria fosse messa a rischio da politiche fiscali dissolute. Il Patto di Stabilità e Crescita, insieme al TCE (ora TFUE), aveva quindi il compito di regolare la disciplina fiscale, tramite "una combinazione di regole fiscali e disciplina di mercato"²⁴ consistenti nella clausola di *no bailout* e nel divieto di monetizzazione del debito. Inoltre, venne introdotto un budget comune molto limitato per l'UE – non per l'UEM – dell'ordine dell'1% del PIL. È dunque evidente come già prima della nascita dell'UEM fosse presente una "decisa resistenza politica in molti paesi alla condivisione di risorse fiscali e della sovranità politica"²⁵. Tuttavia, come già sottolineato, la speranza degli eurocrati era quella che un sempre maggiore grado di integrazione politica e fiscale potesse far seguito all'unificazione monetaria quasi automaticamente.

La portata e gli effetti della crisi del debito sovrano europeo, tuttavia, da un lato hanno rivelato la presenza di fondamentali "difetti nella progettazione" dell'UEM (De Grauwe, 2013), dall'altro hanno fatto tornare

²³ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

²⁴ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

²⁵ Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). Which fiscal union for the euro area? Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.

urgentemente attuale il dibattito sulla riforma dell'Eurozona, e più nello specifico sulla creazione dell'unione fiscale. L'assetto di Maastricht, infatti, si è rivelato inadeguato, fallendo sia prima che durante la crisi (Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff, 2016). Prima della crisi, il PSC non è riuscito ad eliminare la minaccia della crisi del debito. Infatti, l'insufficiente riduzione del debito nei primi anni 2000, dovuta al mancato rispetto o alla poco rigorosa applicazione delle regole da parte di molti stati, comportò la loro ridotta capacità fiscale dal 2009 in poi. Inoltre, durante la crisi, la stretta fiscale pro-ciclica causata dalle norme fiscali esistenti portò la BCE ad una situazione di sovraccarico, essendo il principale strumento di stabilizzazione rimanente. Se da un lato la BCE esaurì ben presto i suoi strumenti di allentamento monetario più efficienti, obbligando molti Stati membri all'adozione di politiche fiscali restrittive, dall'altro la Commissione Europea si trovò a dover "imporre un sistema [fiscale] altamente complesso, poco trasparente e soggetto ad errori"²⁶. Dunque, i parametri di Maastricht e i successivi interventi hanno contribuito ad alimentare l'austerità fiscale che ha caratterizzato gli anni della crisi, aggravandone e prolungandone le conseguenze politiche, economiche e sociali (Darvas, Martin, Ragot, 2018).

Nel 2000, gli economisti Ferguson e Kotlikoff avevano individuato i punti critici dell'Unione Economica e Monetaria europea concepita a Maastricht. Quelle che agli esordi dell'euro erano opinioni isolate ed in controtendenza sono oggi tesi universalmente accettate. A distanza di venti anni, gli stessi cinque difetti strutturali sono alla base delle argomentazioni di quanti sostengono l'urgente necessità di riformare l'Eurozona:

- **La decurtazione di strumenti di politica monetaria sovrana, come l'inflazione.**

Il Trattato di Maastricht, delegando la politica monetaria dell'Eurozona all'eurosistema, stabilisce il divieto di stampare moneta per gli Stati membri dell'UEM. Di conseguenza, i paesi europei in difficoltà non possono risolvere il fardello del debito ricorrendo all'inflazione – comune soluzione di politica monetaria. Rimuovendo la possibilità di ricorso all'inflazione, il default rappresenta un rischio molto più concreto per paesi altamente indebitati, come la Grecia.

- **L'apparente impossibilità legale di recesso dall'UEM.**

"Legalmente, il recesso dall'UEM è impossibile"²⁷. Tuttavia, è chiaro che nel caso in cui l'unica opzione disponibile sia quella di stampare denaro per svalutare la moneta e rendere il debito più gestibile, l'uscita dall'unione monetaria verrà quasi certamente considerata. Di fatto, a partire dal referendum consultivo greco del 5 luglio 2015, tale ipotesi si è fatta sempre più probabile per la Grecia. Senza un precedente legale, la secessione di uno stato dall'UEM porterebbe a una

²⁶ Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.

²⁷ Ferguson, N., Kotlikoff, L. J. (2000). *The Degeneration of EMU*. March/April 2000 issue, The Foreign Affairs.

destabilizzazione economica ancora più aspra del previsto. In definitiva, è impossibile prevedere modalità ed effetti di un recesso dall'euro.

- **La clausola di *no bailout*.**

Sia il Trattato di Maastricht che la BCE proibiscono la messa a punto di piani di salvataggio – c.d. *bailouts*. Ciò ha certamente il vantaggio di ridurre il rischio del c.d. *moral hazard*. Tuttavia, tale meccanismo, introdotto per evitare follie fiscali da parte dei governi degli Stati membri, come accaduto in Grecia, impedisce la concessione di aiuti per crisi che colpiscono paesi generalmente responsabili, come accaduto in Irlanda. Non tutti gli stati sono, infatti, nella stessa situazione economica.

- **La mancanza di una Unione Politica.**

Ferguson e Kotlikoff hanno dimostrato come sia difficile comparare l'unione monetaria europea con altre unioni monetarie presenti e passate. Queste ultime, generalmente, erano state concepite a partire da una già presente unione politica, a differenza dell'Europa. L'economista statunitense Paul Krugman, inoltre, mette in luce tale difetto strutturale dell'UEM comparando la situazione economica del Nevada a quella irlandese durante gli anni della grande recessione. Pur avendo molto in comune – popolazione, dimensioni delle economie, scoppio di bolle immobiliari, tassi di disoccupazione, appartenenza ad unioni monetarie – “il Nevada è in una situazione molto meno disperata dell'Irlanda”²⁸, e non rischia un completo fallimento dal momento che è politicamente, oltre che monetariamente, legato agli altri Stati Uniti. Il fronte fiscale della crisi, in Nevada, preoccupa meno poiché, a differenza del caso irlandese, la spesa da cui dipendono i cittadini viene da programmi federali, e il governo non ha dovuto sopportare il costo dei salvataggi delle banche (Krugman, 2011).

- **L'asimmetria fiscale.**

Poiché i paesi dell'Eurozona sono fiscalmente asimmetrici, avendo politiche fiscali autonome, di conseguenza non sono uniti politicamente. Perciò è difficile prevenire problemi di carattere economico e politico all'interno dell'UEM. Proprio la questione dell'asimmetria fiscale, dunque, potrebbe essere vista come origine di ogni altro difetto strutturale dell'unione monetaria europea.

Dunque, la netta riduzione della fiducia nell'euro degli ultimi anni è dovuta essenzialmente alla presa di coscienza generale di questi difetti strutturali. Il fatto che, a distanza di venti anni dall'introduzione dell'euro e di quasi dieci anni dallo scoppio della crisi del debito in Europa, non siano ancora state apportate le modifiche

²⁸ Krugman, P. (12 gennaio 2011). *Can Europe Be Saved?* The New York Times Magazine. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html>

necessarie al completamento dell'UEM con una vera e propria unione economica, rende bene l'idea di quanto tale questione sia politicamente controversa. La messa a punto dell'unione fiscale, consistente in istituzioni deputate alla *governance* economica e in un significativo coordinamento delle politiche economiche strutturali dell'Eurozona, non è stata portata avanti negli anni di espansione economica che hanno preceduto la grande recessione, così, quando la crisi ha colpito l'Europa, le succitate contraddizioni hanno innescato una severa reazione da parte dei mercati.

Viene da chiedersi, a questo punto, quale sia il motivo di una disputa tanto accesa su tale questione. È quindi opportuno considerare quelli che sarebbero i principali vantaggi e le maggiori critiche al progetto di unificazione fiscale degli Stati membri dell'UEM. Da un lato, economisti ed eurocrati sottolineano la bontà di questa ipotesi in termini di efficienza economica. Dall'altro, tuttavia, tale progetto incontra molte resistenze a livello politico, tanto da parte degli stati più prosperi economicamente, quanto da parte dei paesi più suscettibili agli effetti della crisi. Secondo i primi, il completamento dell'UEM con un'unione fiscale è auspicabile in quanto garantirebbe i seguenti vantaggi decisivi per la sopravvivenza dell'unione monetaria:

- **Eliminazione delle esternalità provocate da politiche fiscali locali.**

In un'unione monetaria, le politiche fiscali dei singoli paesi hanno effetti diretti o indiretti sulle economie degli altri Stati membri – c.d. *spillover effect*. Queste esternalità rendono inefficiente il sistema economico dell'area valutaria comune nel suo complesso, dal momento che impediscono di agire in maniera coordinata a seguito di alterazioni degli equilibri macroeconomici.

- **Sincronizzazione dei cicli economici dei membri dell'area valutaria.**

Essendo la politica fiscale di sovranità esclusivamente nazionale, nel caso in cui ci fossero due stati, uno in recessione ed uno in boom economico, un'eventuale politica fiscale restrittiva di quest'ultimo – come un rialzo delle tasse volto ad alleggerire il debito pubblico – avrebbe l'effetto di ridurre il reddito disponibile dei propri cittadini e di far cadere la domanda sui beni esteri, andando a peggiorare ulteriormente la situazione economica dell'altro stato. Senza una qualche forma di unione fiscale, l'euro sarà sempre vulnerabile agli shock asimmetrici e l'Eurozona non sarà in grado di gestire gli squilibri macroeconomici. Tra gli altri, anche i teorici delle AVO (Aree Valutari Ottimali) hanno affermato la necessità, accanto ad un'unione monetaria, di un'unione fiscale, ovvero di un bilancio pubblico comune a tutta l'area, in modo da poter affrontare eventuali shock asimmetrici con opportuni stabilizzatori automatici.

- **Riduzione dei costi del debito.**

La mancanza di disciplina fiscale – consistente nell'aumento del deficit o del debito – di uno Stato membro può creare insicurezza in tutta l'Unione e determinare un rialzo dei tassi di

interesse sul debito degli altri stati, rendendone più gravoso il finanziamento. Questa esternalità negativa sarebbe certamente evitabile grazie a una politica fiscale comune e responsabile. Inoltre, una maggiore mutualizzazione del debito pubblico tra gli stati dell'Eurozona ne abbasserebbe notevolmente la media dei rendimenti. In realtà, negli anni che hanno preceduto la crisi del debito è avvenuto l'esatto opposto: far parte dell'unione monetaria si era rivelato un vantaggio in termini di tassi di interesse anche per gli stati con una situazione finanziaria non sostenibile. Tuttavia, proprio per questo motivo, in futuro gli operatori economici e i creditori si comporteranno in maniera diversa.

- **Contrasto delle politiche non cooperative.**

Avendo rinunciato alla gestione della politica monetaria, gli Stati membri tendono ad utilizzare sempre di più la politica fiscale, anche in sostituzione della politica monetaria. Ad esempio, la svalutazione competitiva è stata sostituita dalla disinflazione competitiva, un abbassamento dei prezzi e dei salari a livello nazionale con l'obiettivo di rispondere alla domanda di beni e servizi nazionali nel mercato unico senza perdere di competitività – a discapito delle altre economie europee.

- **Competitività economica della zona euro.**

Se negli anni '90 le economie degli stati europei rappresentavano buona parte delle maggiori economie mondiali, la situazione negli ultimi decenni è nettamente cambiata: una maggiore integrazione economica probabilmente è l'unica soluzione per rallentare – o arrestare – il declino economico del Vecchio Continente dovuto all'emergere di altre potenze economiche legato alla globalizzazione. L'attuale regime incompleto non è in grado di garantire la futura competitività dei paesi dell'Eurozona in campo economico. Senza l'adozione di un saldo strumento fiscale, dunque, i mercati penalizzeranno gli Stati membri dell'UEM meno prosperi. Un'unione fiscale accrescerebbe la credibilità del mercato europeo e gli Eurobond potrebbero competere con i *Treasury* statunitensi.

- **Un passo decisivo verso una vera unione politica.**

L'unione fiscale rappresenterebbe una svolta decisiva verso una vera unione politica europea. Istituzioni amministrative federali, un sistema di tassazione comune e la mutualizzazione del debito diventerebbero potenti simboli di un'Europa unita. Ciò si tradurrebbe, in ultima analisi, nella realizzazione del progetto degli Stati Uniti d'Europa.

- **Efficienza economica.**

L'unione fiscale europea, coadiuvata da un assetto istituzionale adeguato, garantirebbe una gestione coordinata dell'economia dell'UE nel suo insieme. La fiducia diffusa da una guida

economica responsabile a livello europeo contribuirebbe a rassicurare i mercati, attirare investimenti e stimolare la crescita, creando un'Europa più stabile e prospera.

Tuttavia, la realizzazione di tale progetto porta con sé anche alcuni aspetti controversi, evidenziati soprattutto, come detto in precedenza, in ambito politico. Queste – legittime – incertezze sugli effetti di un'unione fiscale europea fanno trapelare alcuni dubbi sulla effettiva applicabilità di una simile integrazione economica, dato l'attuale clima politico in Europa. Essenzialmente, i critici dell'unione fiscale sostengono che ciò causerebbe una serie di problematiche che esaspererebbero la già vacillante reputazione delle istituzioni europee:

- **I governi europei necessitano di maggiore flessibilità.**

Integrare definitivamente a livello economico e politico gli Stati membri dell'UE tra loro comporta l'armonizzazione delle loro politiche in svariati settori. Tuttavia, finché l'Unione Europea sarà costituita da stati indipendenti, i loro governi avranno interesse a varare essenzialmente politiche a livello locale. Introdurre un'unione fiscale inasprirebbe, in questo senso, la situazione attuale, in cui l'unione monetaria si è rivelata, a detta di molti, una “camicia di forza” per molti stati europei. Al contrario, i governi necessitano di maggiore flessibilità per affrontare e risolvere le questioni di politica interna. Inoltre, l'unione fiscale implicherebbe un aumento esponenziale del budget dell'UE, fatto che andrebbe probabilmente a provocare duri conflitti politici tra gli Stati membri in disaccordo sulla gestione e ripartizione di tali fondi.

- **Il deficit democratico.**

Questa è la principale argomentazione portata avanti da ampi settori dell'opinione pubblica europea vicina ai movimenti politici populistici emersi negli ultimi anni. Questi ultimi, infatti, hanno costruito il proprio successo soprattutto puntando il dito contro “Bruxelles”, identificata come la causa delle rigide misure di austerità successive alla crisi del debito. Dunque, il clima politico post-crisi ha contribuito a far apparire le istituzioni europee – un gruppo di tecnocrati non eletti dal popolo – ancora più lontane dalle esigenze dell'opinione pubblica. Trasferire anche solo parte del potere politico a livello sovranazionale risulterebbe avvertito come un attacco alla democrazia rappresentativa. Procedere verso un'unione politica ed economica dei paesi dell'UEM sembra quasi impossibile, attualmente.

- **Un'armonizzazione fiscale al rialzo?**

Alcuni economisti sostengono che l'armonizzazione della tassazione che farebbe seguito all'unione fiscale sarebbe svantaggiosa per la maggioranza dei cittadini europei. Si finirebbe per pagare tutti di più, essendo tale armonizzazione al rialzo. Stati come ad esempio l'Irlanda

ne risulterebbero penalizzati, e sarebbero così obbligati ad alzare le aliquote in nome della guerra al dumping fiscale condotta da paesi quali la Francia.

- **Moral hazard.**

L'unione fiscale implica il forte rischio dell'azzardo morale. In macroeconomia, con tale concetto si intende la possibilità che alcuni operatori economici si sentano incentivati ad intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, qualora i costi associati all'esito negativo delle loro azioni ricada sulla collettività. Garantire una continua possibilità di *bailout* a governi potenzialmente poco responsabili andrebbe solo a penalizzare la rettitudine fiscale degli altri Stati membri.

In conclusione, considerando le argomentazioni favorevoli e contrarie al completamento dell'Unione Economica e Monetaria europea tramite l'unificazione dei suoi Stati membri anche a livello fiscale, è possibile comprendere le ragioni – soprattutto politiche – che sono alla base di un tutt'altro che unanime sostegno nei confronti di tale progetto da parte della comunità politica e dell'opinione pubblica europea. In ogni caso, a fronte del succitato scetticismo, è bene ricordare che, parafrasando Kenneth Rogoff, l'Eurozona deve essere riformata, oppure risulta inevitabile – e forse addirittura preferibile – una futura separazione degli stati che oggi ne fanno parte (Rogoff, 2017).

1.6 La necessità di riformare l'Eurozona

Nonostante il netto miglioramento della situazione economica e sociale negli ultimi anni, gli effetti della crisi sono tuttora visibili e rappresentano altrettante sfide per l'Eurozona. In particolar modo, questi anni caratterizzati da una crescita generalmente lenta hanno contribuito alla creazione e all'inasprirsi di importanti differenze a livello economico e sociale (Commissione Europea, 2017). Inoltre, altri significativi punti deboli dell'UEM riguardano attualmente la frammentazione del settore finanziario, la qualità della finanza pubblica degli Stati membri e, più in generale, la *governance* della zona euro. Tuttavia, la situazione e la percezione dell'urgenza di tali sfide variano spostandosi tra i 19 paesi dell'UEM. In ogni caso, il lento ma costante miglioramento del contesto economico rappresenta un'opportunità da sfruttare per fare tesoro degli errori commessi a partire dalla firma del Trattato di Maastricht e per riformare definitivamente l'Eurozona.

Innanzitutto, è necessario contrastare le persistenti divergenze economiche e sociali tra gli Stati membri dell'UEM. “I trend convergenti che hanno caratterizzato i primi anni dell'euro si sono rivelati in parte illusori”²⁹, ammetteva la Commissione Europea nel 2017. Le favorevoli condizioni del credito, sommate agli ampi flussi di capitale tra gli Stati membri hanno alimentato “bolle” nel settore immobiliare e contribuito ad

²⁹ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

aumentare la spesa pubblica. Dal momento che l'UEM non era attrezzata con un sistema di sorveglianza sufficientemente evoluto, gli sviluppi in senso positivo che avevano caratterizzato i primi anni della moneta unica hanno in parte nascosto i fattori di vulnerabilità degli stati più esposti a tali processi. La crisi del debito, dunque, ha segnato l'inizio di trend divergenti. Nonostante il livello del PIL pro capite dell'Eurozona (Fig. 11) stia raggiungendo i livelli pre-crisi, “non è ancora visibile un deciso processo di ri-convergenza”³⁰ all'interno dell'UEM. Per quanto riguarda invece il tasso di disoccupazione (Fig. 12), vi è un generale calo all'interno dell'Eurozona, ma anche in questo caso i suoi livelli variano notevolmente di stato in stato, facendo registrare percentuali molto diverse tra loro. Da un lato, infatti, stati come Germania, Paesi Bassi ed Estonia hanno livelli di disoccupazione molto bassi. Dall'altro, invece, Grecia e Spagna – ma anche Cipro e Italia – sono ancora lontani dai livelli di occupazione pre-crisi, soprattutto a livello giovanile. Inoltre, scarsi livelli di investimenti, sia pubblici che privati, e una bassa produttività rischiano di alimentare un'ulteriore polarizzazione – in termini sociali e di crescita economica – tra gli stati europei, che non può che ostacolare una buona performance dell'Eurozona a livello economico.

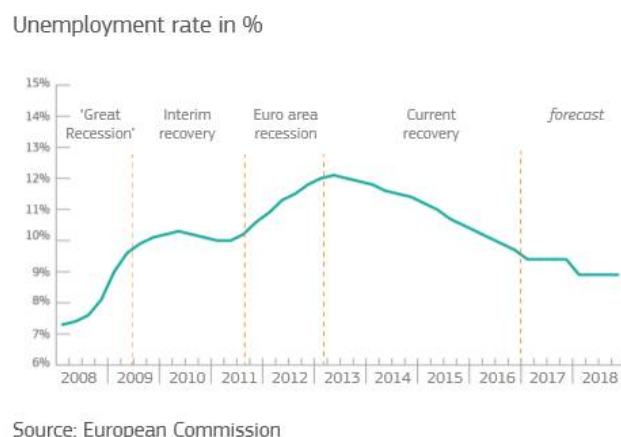
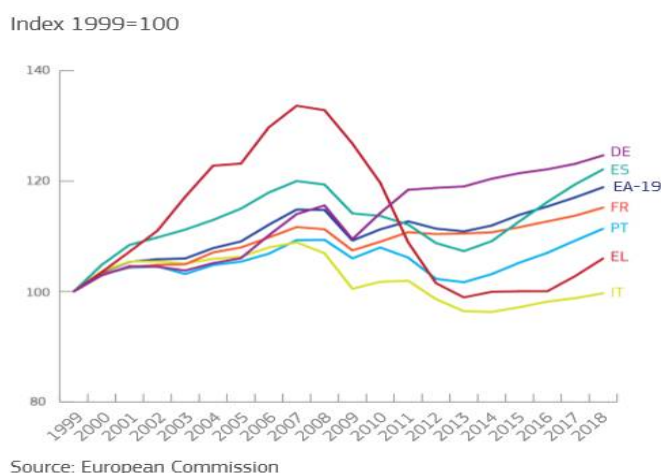


Fig. 11: Andamento del PIL pro capite.

Fig. 12: Andamento del tasso di disoccupazione.

In secondo luogo, la riforma dell'Eurozona permetterebbe di contrastare le residue fonti di vulnerabilità finanziaria dell'UEM. La crisi, infatti, ha determinato una parziale inversione di marcia in termini di integrazione finanziaria. Il sistema bancario europeo è divenuto più fragile, e la concessione di prestiti tra banche dell'area euro è calato bruscamente, così come l'erogazione di credito all'economia reale (Fig. 13; Commissione Europea, 2017). Se è vero che la situazione è nettamente migliorata rispetto agli anni della crisi, “le interconnessioni tra i rischi associati al settore bancario e i livelli dei debiti sovrani nazionali sono presenti ancora oggi nell'Eurozona”³¹. Siccome molte banche tendono a possedere ampie quantità di obbligazioni della propria “home country”, vi è una forte correlazione tra i costi di rifinanziamento delle banche e quelli del debito dei loro rispettivi stati. Di conseguenza, “se sorge un problema in uno dei due settori, sia la finanza

³⁰ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

³¹ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

pubblica che il settore bancario ne risulterebbero destabilizzati”³². È dunque necessario un maggiore livello di integrazione per garantire che il sistema finanziario dell’Eurozona possa superare indenne ogni crisi futura.



Fig. 13: Andamento dei tassi di interesse nell’Eurozona.

Inoltre, viene evidenziata da più parti la fondamentale importanza di contrastare gli alti livelli del debito e di accrescere la capacità di stabilizzazione collettiva all’interno dell’Eurozona. La crisi ha portato ad un netto aumento del debito (Fig.14), sia pubblico che privato, di cui tuttora si pagano le conseguenze. Tra il 2007 ed il 2014, infatti, il debito sovrano dei paesi dell’UEM è aumentato, in media, del 30% (Commissione Europea, 2017): le norme fiscali del PSC si sono rivelate, dunque, insufficienti. La crisi, inoltre, ha palesato i limiti della capacità dei singoli Stati membri dell’UEM di assorbire l’impatto di ampi shock asimmetrici. Gli stati più colpiti dalla recessione, infatti, non sono stati in grado di sfruttare i budget nazionali come stabilizzatori automatici, a causa della ridotta disponibilità di “*buffer fiscali*”. Alti livelli di debito pubblico comportano una ridotta capacità di reazione in caso di nuovi shock e di supportare gli investimenti pubblici, oltre a costituire un ulteriore elemento di instabilità finanziaria. Inoltre, una polarizzazione dei livelli del debito pubblico implica la presenza di un conflitto di interessi tra i paesi più e quelli meno indebitati. Nonostante le riforme a livello fiscale attuate negli anni successivi allo scoppio della crisi – di cui parleremo nel Capitolo 2, paragrafo 2.1 – sono necessari ulteriori sviluppi volti alla costituzione di un’unione fiscale a livello europeo. Nello specifico, è opinione di molti il fatto che l’UEM abbia un particolare bisogno di rinnovate norme fiscali volte ad evitare che politiche fiscali troppo espansive o troppo restrittive, oppure l’accumulazione di debito da parte di uno Stato membro abbiano un potenziale impatto negativo sugli altri paesi dell’area valutaria (Darvas, Martin, Ragot, 2018). Tali norme fiscali, in mancanza degli strumenti monetari nazionali di stabilizzazione contro uno shock asimmetrico, dovrebbero avere un ruolo anticiclico.

³² European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

Public debt in the euro area increased sharply as a result of the crisis

General government gross debt, as % of GDP

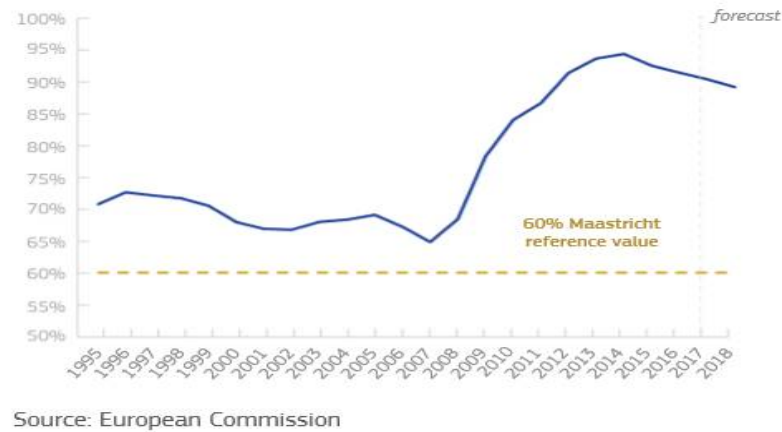


Fig. 14: *Il netto aumento del rapporto debito pubblico/PIL nell'Eurozona.*

Infine, è necessario incrementare l'efficienza e la trasparenza dell'amministrazione dell'UEM. La struttura istituzionale dell'Eurozona è il risultato di un processo iniziato con i primi progetti di unione monetaria ed in continuo sviluppo. La struttura della *governance* dell'UEM, in parte riformata dopo la crisi, deve essere ulteriormente migliorata per permettere all'euro di essere il più reattivo possibile alle cangianti circostanze economiche. Il *Reflection Paper* (2017) della Commissione Europea ha messo in evidenza tre principali fattori di criticità: 1) l'incoerenza tra la politica monetaria comune e le politiche finanziarie e settoriali decentralizzate che riflettono i divergenti interessi nazionali; 2) il bisogno di incrementare la trasparenza e le responsabilità della struttura istituzionale dell'UEM; 3) la mancanza di una sufficiente rappresentanza dell'interesse comune europeo nel dibattito pubblico. Solo correggendo tali imperfezioni e grazie ad una governance più salda, quindi, sarà possibile garantire una maggiore convergenza ed una risposta migliore a future recessioni.

In conclusione, l'Eurozona necessita di una riforma che comprenda il settore bancario, finanziario, fiscale ed amministrativo dell'Unione Economica e Monetaria, al fine di correggere i difetti strutturali esplicitatisi nel corso dell'ultimo decennio. In particolar modo, negli ultimi anni si è profilata una sorta di scelta tra l'istituzione di un'unione fiscale e lo scioglimento dell'unione monetaria. Nonostante l'adempimento delle impopolari misure di austerità e nonostante gli aiuti finanziari erogati da parte degli stati più virtuosi a livello fiscale, non è in atto alcun macro-sistema che impedisca che si possa verificare una nuova crisi debitoria. L'UEM ha bisogno di essere completata da un'unione fiscale, consistente in un'organizzazione politica centrale che abbia l'autorità per stabilire la politica fiscale in ogni paese dell'Eurozona. Solo in questo modo, e non con norme di disciplina fiscale, si potrebbe evitare un'eccessiva accumulazione di debiti e una smodata spesa pubblica da parte di tutti gli Stati membri. Tuttavia, i leader europei finora hanno evitato di discutere e mettere in atto i punti più controversi dell'auspicata riforma, in un periodo piuttosto difficile per il progetto europeo. Secondo l'economista francese Jean Pisani-Ferry, la difficoltà a trovare un accordo in tal senso può

essere spiegata ricorrendo a due teorie: la “battaglia degli interessi” e la battaglia delle idee” (Jean Pisani-Ferry, 2018). La prima evidenzia la natura distributiva delle problematiche riguardanti la riforma dell’UEM: “le decisioni risultano controverse perché mette in contrapposizione tra loro creditori e debitori, stati con un debito alto e con un debito basso, stati stabili e stati esposti a crisi, o banche globali e banche locali”³³. La seconda teoria, invece, si concentra su “problemi cognitivi”, che impediscono ai diversi attori politici europei di percepire la realtà politica ed economica allo stesso modo. Ciò certamente deriva dalle differenze culturali che caratterizzano gli stati europei. Pisani-Ferry, tuttavia, precisa che chi progettò l’euro e l’unione monetaria era perfettamente consapevole della natura incompleta del Trattato di Maastricht e della futura necessità di prendere ulteriori decisioni in termini di integrazione economica, di politiche finanziarie, di coordinamento delle politiche fiscali nazionali e di creazione di una capacità fiscale comune. È dunque opportuno sfruttare la presente finestra di ritrovata stabilità economica per riformare la struttura dell’UEM.

Nel prossimo capitolo verranno analizzate in primo luogo le riforme fiscali progettate ed attuate in risposta alla crisi del debito. In secondo luogo, sarà approfondito il tema del progetto di unione fiscale europea, prendendo in esame le principali proposte formulate sia a livello istituzionale che a livello accademico.

³³ Pisani-Ferry, J. (2018). *Euro area reform: An anatomy of the debate*. Policy insight n° 95, CEPR.

II. CAPITOLO 2

2.1 Le recenti riforme della politica fiscale nell'ambito dell'Eurozona

Come accennato nel Capitolo 1, la crisi del debito sovrano europeo, oltre a far riemergere un dibattito a lungo sopito, ha dato avvio ad un intenso periodo di riforme all'interno dell'UE e dell'UEM. La crisi finanziaria e fiscale, infatti, ha obbligato le istituzioni europee, e specialmente quelle dell'Eurozona, ad adottare con urgenza una serie di misure volte essenzialmente a raggiungere due obiettivi. Da un lato, il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF) ed il successivo Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) sono stati istituiti per garantire la presenza di uno strumento fiscale che potesse fronteggiare i rischi sistemici della zona euro (Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff, 2016). Dall'altro, misure quali *Six pack*, *Fiscal Compact* e *Two pack* sono servite a rafforzare la disciplina ed il coordinamento delle rispettive politiche di bilancio ed economiche, nonché la *governance* dell'Eurozona. È opportuno, dunque, evidenziare come l'UE abbia reagito alla crisi con un'ampia revisione delle sue norme in materia fiscale e finanziaria, adottando circa 40 atti legislativi tra il 2009 e l'inizio del 2017 (Commissione Europea, 2017).

Tuttavia, come sottolineato da Beetsma et al. (2018), la cornice fiscale attuale “è il risultato di numerose riforme negli anni, che hanno gradualmente incrementato la complessità delle regole”³⁴, riducendone di conseguenza popolarità e trasparenza. Se è vero che le suddette riforme hanno contribuito al ritorno della situazione alla normalità, certamente è vero anche che non sono ancora sufficienti a garantire la futura stabilità di cui l'Eurozona ha bisogno. È dunque necessaria un'analisi delle importanti riforme attuate tra il 2011 ed il 2013 per comprendere l'attuale conduzione della politica fiscale nell'ambito dell'Eurozona e per poter introdurre un quadro delle proposte di unione fiscale a livello europeo.

In generale, comunque, sono rilevabili alcune caratteristiche distintive emerse nel corso dell'attività più che ventennale del Patto di Stabilità e Crescita. Beetsma et al. (2018) ne evidenziano cinque:

- La presenza dei due parametri-guida per la politica fiscale nazionale nel medio periodo: il tasso deficit-PIL ed il tasso debito pubblico-PIL.
- La conseguente presenza di requisiti fiscali sovrapposti, che occasionalmente offrono segnali contrastanti: un adeguamento strutturale e un obiettivo per la riduzione del debito.
- Il monitoraggio delle politiche fiscali nazionali tramite numerosi indicatori, che inevitabilmente possono offrire segnali contrastanti: le dichiarazioni di conformità delle istituzioni europee si devono dunque spesso basare su segnali differenti.

³⁴ Beetsma, R., Cugnasca, A., Eliafotou, P., Orseau, E., Santacroce, S., Thygesen, N. (26 ottobre 2018). *Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board>

- La presenza di un complesso sistema di regimi di flessibilità, che permette agli Stati membri di negoziare ed ottenere agevolazioni in materia di requisiti fiscali.
- L'esistenza di un regime crescente di avvertimenti e sanzioni per la mancata conformità – sebbene le ultime non siano mai state messe in atto.³⁵

2.1.1 La riforma del PSC: *Six pack*, *Fiscal Compact* e *Two pack*

Tra il 2011 ed il 2013 venne messa in atto una riforma del Patto di Stabilità e Crescita del 1997 tramite una serie di misure ripartite in tre gruppi: il *Six pack*, il Trattato sulla stabilità, coordinamento e *governance* nell'unione economica e monetaria (comunemente denominato *Fiscal Compact*) ed il *Two pack*. L'obiettivo comune delle presenti riforme era quello di rafforzare i meccanismi di coordinamento previsti dal PSC, nonché le misure da adottare in caso di debito pubblico eccessivo, tramite una riforma della struttura del Semestre Europeo, il ciclo di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nell'ambito dell'UE.

In primo luogo, il *Six pack* rappresenta un pacchetto di riforme composto da un insieme di cinque regolamenti comunitari ed una direttiva ed entrato in vigore il 13 dicembre 2011. Lo scopo per cui tali misure sono state progettate era quello di introdurre una maggiore sorveglianza macroeconomica, rafforzando le procedure di riduzione del debito pubblico e di intervento in caso di squilibri macroeconomici. Il Patto di Stabilità e Crescita – di cui si è parlato nel Capitolo 1, paragrafo 1.2 – già vincolava gli Stati membri al rispetto dei parametri riguardanti il deficit (3% del PIL) ed il debito pubblico (60% del PIL) nell'attuazione della propria politica fiscale. Inoltre, in base al PSC gli Stati membri dovevano sottoporre ogni anno alla Commissione Europea ed al Consiglio dell'Unione Europea i c.d. programmi di stabilità, ed in caso di mancato rispetto dei requisiti fiscali poteva essere attivata la procedura per deficit eccessivo (PDE). Con l'entrata in vigore del *Six pack* tali misure vengono ulteriormente irrigidite. Tre regolamenti (regolamento n. 1177/2011, n. 1173/2011 e n. 1175/2011) e la direttiva (n. 2011/85/UE) riguardano più da vicino la politica fiscale dell'Eurozona ed hanno l'obiettivo di favorire un maggiore rispetto del PSC, di cui comunque non viene modificata alcuna regola. Piuttosto, queste misure fanno in modo di incrementare la disciplina di bilancio tra gli Stati membri. I due regolamenti restanti (n. 1174/2011 e n. 1176/2011) si occupano invece di disciplinare la c.d. *procedura per gli squilibri macroeconomici* – nota con l'acronimo inglese MIP – che consiste in un sistema di preallarme e un meccanismo di correzione di squilibri macroeconomici eccessivi. La Commissione Europea ogni anno redige la c.d. relazione sul meccanismo di allerta (*Alert Mechanism Report* in inglese) ed individua eventuali stati che necessitano di un'ulteriore analisi economica, ovvero della c.d. *In-Depth Review*,

³⁵ Beetsma, R., Cugnasca, A., Eliafotou, P., Orseau, E., Santacroce, S., Thygesen, N. (26 ottobre 2018). *Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board>

tramite la quale si accertano l'esistenza e la natura dello squilibrio macroeconomico. In base all'entità di quest'ultimo, la Commissione fornisce una raccomandazione sotto il braccio preventivo o correttivo della MIP. Nel secondo caso, la presenza di uno squilibrio eccessivo innesca la *procedura per squilibrio economico eccessivo*. Se il Consiglio decide di seguire la raccomandazione della Commissione ed aprire tale procedura, lo Stato membro in questione è tenuto a sottoporre alle due istituzioni un piano di azione correttiva, e qualora non riesca ripetutamente a rispettare gli impegni accordati o a sottoporre un piano soddisfacente, esso può andare incontro a una sanzione – pari al massimo al 0,1% del PIL.

In secondo luogo, il Patto di bilancio europeo, o Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria, è un accordo stipulato il 2 marzo 2012 da 25 stati dell'Unione Europea ed entrato in vigore il 1° gennaio 2013. Il suo scopo è quello di “rafforzare il pilastro economico dell'Unione Economica e Monetaria, adottando una serie di regole intese a rinsaldare la disciplina di bilancio”³⁶ attraverso un'ulteriore riforma del Patto di Stabilità e Crescita volta a rendere l'unione monetaria più resistente alle crisi. Il III capitolo del suddetto trattato – quello di maggior interesse in materia di norme di disciplina fiscale – è noto con il nome di *Fiscal Compact* e vincola 22 stati – i 19 membri dell'Eurozona più Bulgaria, Danimarca e Romania – ad inserire nel proprio ordinamento statale, con norme di rango costituzionale, una serie di clausole. Tra queste spicca, in particolar modo, il principio del perseguimento del pareggio di bilancio: dunque, gli stati contraenti si impegnano a mantenere un bilancio pubblico in pareggio o in avanzo. Il trattato considera un bilancio in equilibrio quando il deficit pubblico non è superiore al 3% del PIL ed il deficit strutturale che non eccede il c.d. *obiettivo di bilancio a medio termine* (MTO in inglese) di un paese, che può essere al massimo dello 0,5% del PIL nel caso in cui il rapporto debito pubblico - PIL superi il 60%, oppure dell'1% del PIL qualora tale rapporto sia inferiore al parametro del 60%. In caso di scostamenti significativi da tali parametri, i meccanismi di correzione devono attivarsi automaticamente, senza interventi discrezionali delle autorità nazionali, in virtù delle disposizioni legislative nazionali: in Italia, ad esempio, il principio del pareggio di bilancio è stato (re)inserito nella Costituzione – all'articolo 81 – dalla legge costituzionale n. 1/2012 del 20 aprile 2012, e risulta irrigidito grazie al suo carattere “preventivo”.

Riassumendo, dunque, le principali clausole presenti nel *Fiscal Compact* risultano essere le seguenti:

- Principio del perseguimento del pareggio di bilancio.
- Obbligo di non superare la soglia di deficit strutturale maggiore dello 0,5% del PIL – se il debito pubblico è superiore al 60% del PIL – o dell'1% del PIL – se il debito pubblico è circoscritto entro il limite del 60% del PIL.
- Obbligo di riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL – nel caso in cui sia superiore al 60% - pari a 1/20 della quantità eccedente ogni anno.

³⁶ *Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria*

- Impegno a coordinare i piani di emissione del debito col Consiglio dell'Unione e con la Commissione europea.

Infine, l'introduzione di due nuovi regolamenti (n. 473/2013 e n. 472/2013) – che insieme formano il c.d. *Two pack* – ha garantito un migliore coordinamento e una maggiore sorveglianza dei bilanci dei membri dell'Eurozona. Tali regolamenti vanno a collocarsi nell'ambito delle disposizioni di sorveglianza del PSC, aumentando la frequenza del controllo della situazione fiscale e delle politiche attuate dagli Stati membri, senza tuttavia inserire ulteriori requisiti di bilancio da rispettare. La frequenza dei controlli dipende dalla salute dell'economia di ogni stato. Il primo di questi regolamenti si applica a tutti gli Stati membri dell'area euro, mentre il secondo si rivolge agli stati dell'Eurozona che difficoltà a rispettare i requisiti di stabilità finanziaria. Nello specifico, il *Two pack*, ha introdotto un nuovo calendario di bilancio comune, in base al quale, dopo la pubblicazione del programma di stabilità entro il 30 aprile, gli Stati membri devono, entro il 15 ottobre, sottoporre al giudizio della Commissione Europea la propria proposta di bilancio per l'anno successivo, da adottare entro il 31 dicembre. La Commissione è tenuta a dare un'opinione al riguardo entro il 30 novembre, e ha il compito di verificare la sostenibilità delle proposte degli Stati membri: nel caso in cui vi sia una mancata conformità con i requisiti del PSC, può chiedere agli stati in questione di presentare un nuovo progetto di bilancio. Inoltre, per gli Stati membri che sono coinvolti in una Procedura per Deficit Eccessivo o in un altro programma di assistenza finanziaria, il *Two pack* introduce un sistema di sorveglianza che va ad aggiungersi ai requisiti del PSC. Gli stati in questione devono fornire regolarmente informazioni aggiuntive riguardo le misure attuate per correggere il deficit eccessivo alla Commissione Europea, che sarà in grado di valutare più facilmente l'adeguatezza di tali strumenti. Nel caso in cui siano rilevati dei rischi insiti nelle misure adottate, la Commissione invierà una raccomandazione volta ad evitare un futuro giudizio di non conformità al PSC e sanzioni finanziarie³⁷.

2.1.2 Il Fondo salva-Stati: Meccanismo Europeo di Stabilità

Il Meccanismo Europeo di Stabilità è un'organizzazione intergovernativa che gestisce un fondo europeo volto a garantire la stabilità finanziaria dell'Eurozona, istituita dalle modifiche al Trattato di Lisbona ratificate dal Consiglio europeo il 25 marzo 2011 ed entrata in vigore nel luglio 2012. Il MES, la cui struttura è fondata su un consiglio di governatori ed un consiglio di amministrazione, ha sostituito il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) ed il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF). Esso è stato istituito con lo scopo di rappresentare uno “strumento fiscale in grado di affrontare i rischi sistemici presenti nell'Eurozona”³⁸. Il MES, infatti, dotato di una capacità creditizia di 500 miliardi di euro³⁹, ha aiutato i governi

³⁷ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_en.htm

³⁸ Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.

³⁹ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

più in difficoltà a finanziare il debito e la spesa pubblica tramite l'emissione di prestiti a tassi fissi o variabili o l'acquisto di titoli, entrambi subordinati alla loro attuazione delle misure che "possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite"⁴⁰. Dunque, il MES ha il potere di imporre scelte di politica macroeconomica agli Stati membri dell'UE. Inoltre, qualora gli stati non rispettino le scadenze di restituzione dei prestiti, sono previsti anche interventi sanzionatori, mentre in caso di mancato pagamento gli stati in questione non potranno esercitare i propri diritti di voto. Infatti, le decisioni del Consiglio dei governatori – composto dai ministri finanziari dell'Eurozona – vengono prese a maggioranza semplice o qualificata.

In conclusione, il Meccanismo Europeo di Stabilità – ed il precedente FESF – ha adempiuto al proprio mandato di salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Eurozona. In un contesto di squilibri macroeconomici causati da politiche economiche divergenti e da un'insufficiente sorveglianza economica, l'istituzione del FESF e del MES ha rappresentato “una tappa fondamentale della risposta dell'Eurozona alla crisi economica”⁴¹. Questi strumenti hanno notevolmente favorito la sostenibilità del debito sovrano degli stati interessati, garantendo il credito a condizioni migliori rispetto a quelle del FMI e migliorando di conseguenza la loro resistenza alla crisi. Una protezione finanziaria era particolarmente necessaria all'interno dell'unione monetaria, data la clausola di *no bailout* e l'assenza di un meccanismo di ristrutturazione del debito. Tuttavia, il *EFSF/ESM Financial Assistance Evaluation Report* (2017) ammette che i risultati macroeconomici dei programmi nazionali (Fig. 15) non sono sempre stati totalmente positivi.



⁴⁰ Art.12, Trattato del Meccanismo Europeo di Stabilità.

⁴¹ European Stability Mechanism (2017). EFSF/ESM Financial Assistance: Evaluation Report. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

Fig. 15: Livello di vulnerabilità sovrana prima e dopo l'intervento del MES.

2.2 Le lacune dell'attuale quadro fiscale

Come spiegato nel paragrafo precedente, l'assetto istituzionale e fiscale attuale dell'area euro è il risultato di una vasta serie di riforme che ne hanno gradualmente e costantemente complicato le regole. Inoltre, Beetsma et al. (2018) evidenziano come in realtà tali riforme abbiano aggiunto caratteristiche pro-cicliche al sistema fiscale (Fig. 16). I primi elementi di flessibilità e di correzioni cicliche furono introdotti nel 2005, in una buona situazione economica, ma con le riforme del *Six pack*, *Fiscal Compact* e *Two pack* vi è stato un sostanziale irrigidimento del sistema. Quindi nel 2015, quando l'economia ha iniziato a riprendersi, sono stati introdotti ulteriori elementi di flessibilità che hanno portato ad un allentamento degli obiettivi fiscali. Questo continuo cambiamento delle norme fiscali in base al contesto economico “rispecchia la pro ciclicità latente delle politiche fiscali nell'Eurozona e [...] la difficoltà di imporre un quadro fiscale sovranazionale”⁴².

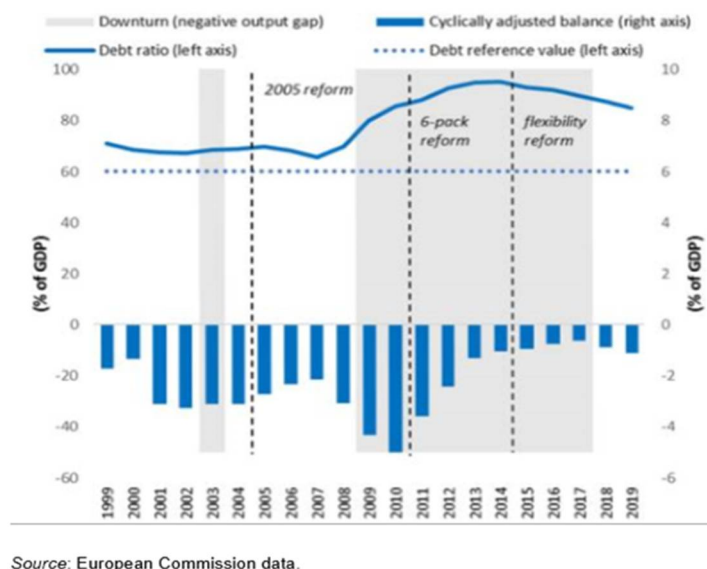


Fig. 16: Politica fiscale nell'Eurozona.

Tuttavia, nonostante la difficoltà di attuazione, proprio un'unione fiscale – ovvero il trasferimento di risorse e competenze fiscali dal livello nazionale a quello sovranazionale (Dabrowski, 2015) fino alla eventuale creazione di un governo federale con autorità in materia di tassazione e spesa pubblica – risolverebbe secondo molti economisti i problemi economici degli Stati membri dell'UEM. L'analista economico Gilles Thirion (2017) individua i cinque elementi costitutivi di un'unione fiscale – 1) regole comuni e coordinamento; 2) meccanismi di gestione delle crisi; 3) un'unione bancaria; 4) una forma di assicurazione fiscale; 5) emissione

⁴² Beetsma, R., Cugnasca, A., Eliafotou, P., Orseau, E., Santacroce, S., Thygesen, N. (26 ottobre 2018). *Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board>

congiunta di titoli di debito – e sottolinea che sono presenti nel quadro attuale, seppur in forma parzialmente embrionale, i primi tre di questi. Dunque, è possibile proseguire la strada dell'integrazione fiscale tramite una maggiore condivisione di sovranità (elemento n.1) o condivisione del rischio (elementi n.4 e n.5).

Seguendo la classificazione di Thirion, possiamo ricapitolare come i tre elementi già presenti nel sistema dell'UEM si manifestano nello stesso. In primo luogo, la presenza di norme fiscali, ampiamente giustificata dalla Teoria AVO (Mundell, 1961), costituisce il principale strumento della politica fiscale dell'Eurozona. Il coordinamento delle politiche fiscali nazionali, volto ad evitare gli effetti negativi prodotti dalle loro esternalità, può avere luogo sia *ex-ante* che *ex-post*. Nello specifico, il coordinamento *ex-ante* ha l'obiettivo di limitare il rischio che uno shock sia generato da politiche macroeconomiche sbilanciate a livello nazionale. Il coordinamento *ex-post*, invece, si occupa di ridurre i costi associati alle suddette esternalità negative. Esempi del primo meccanismo vanno ovviamente ricercati nelle clausole di coordinamento della politica economica presenti nel Trattato di Maastricht. In particolare, il Patto di Stabilità e Crescita fissa una serie di parametri che rappresentano “una forma di coordinamento [...] verso determinati risultati politici, mentre i governi nazionali rimangono sovrani nella scelta degli strumenti e delle azioni specifiche”⁴³. Le norme fissate nel corso degli anni '90, rivelatesi fortemente asimmetriche e non applicate con eccessiva frequenza, sono state oggetto di un'ampia riforma – descritta nel paragrafo 2.1 – negli anni della crisi economica tramite *Six pack*, *Fiscal Compact* e *Two pack*. In particolar modo, la nuova *procedura per gli squilibri macroeconomici* (MIP) fornisce un nuovo strumento di sorveglianza e correzione degli squilibri. Tuttavia, sebbene il rinnovato quadro di norme dovrebbe ridurre il rischio di shock indotti da politiche, il contesto fiscale attuale rimane ampiamente asimmetrico poiché vincolante solo in caso di deficit eccessivo (Thirion, 2017). Per quanto concerne invece il coordinamento *ex-post*, bisogna segnalare la capacità – sicuramente implementabile – di internalizzazione delle esternalità prodotte dalle politiche fiscali da parte delle istituzioni dell'UEM. Segnatamente, il piano di risanamento europeo del 2008-2009 ebbe lo scopo di sostenere la domanda.

In secondo luogo, fatto tesoro dell'esperienza della crisi del debito sovrano europeo – che ha palesato l'insufficienza della presenza di sole norme di coordinamento fiscale – sono stati introdotti meccanismi di gestione delle crisi. Questo secondo elemento di un'unione fiscale è presente nella forma del Meccanismo Europeo di Stabilità, che “ha fornito l'Eurozona di uno strumento fiscale permanente volto a dare supporto finanziario a stati in difficoltà che affrontano problemi di liquidità ed a ricapitalizzare [...] le banche”⁴⁴. Inoltre, sottolinea Thirion, l'obiettivo latente del MES è quello di rispondere ai rischi sistemici ed alle esternalità nell'Eurozona, non quello di fornire stabilità contro gli shock asimmetrici. Inoltre, il secondo strumento di gestione delle crisi è rappresentato dallo schema di transazioni monetarie dirette (*Outright*

⁴³ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

⁴⁴ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

Monetary Transaction – OMT) che abilita la BCE a diventare un prestatore di ultima istanza a stati nel mercato secondario a rigorose condizioni (Thirion, 2017). L'OMT, misura di politica monetaria non convenzionale, può essere attivato solo attraverso un programma del MES, e ha lo scopo di garantire la corretta trasmissione della politica monetaria negli stati interessati. Nonostante non sia mai stata utilizzato, esso è stato uno strumento in grado di tranquillizzare e restituire fiducia nei mercati a partire dal luglio 2012, riducendo i tassi di interesse sulle obbligazioni statali.

Infine, la presenza di una – incompleta – unione bancaria rappresenta il terzo elemento della dibattuta unione fiscale europea. L'attuale unione bancaria, consistente nel trasferimento di competenze nel campo della vigilanza sulle banche dalle autorità nazionali a quelle europee, si basa su due pilastri: il Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism* – SSM) ed il Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism* – SRM). Mentre il SSM garantisce l'applicazione di standard di sorveglianza comuni per la vigilanza bancaria a livello europeo, l'introduzione del SRM ha incrementato la capacità di assorbimento di shock dell'UEM nel caso in cui falliscano banche di piccole o medie dimensioni. Tuttavia, la sola possibilità di *bail in* non elimina il rischio che le crisi bancarie possano destabilizzare i bilanci nazionali, e la mancanza di una protezione fiscale comune impedisce di rompere l'esistente circolo vizioso tra situazione debito sovrano e delle banche nazionali. In conclusione, “la capacità di assorbimento degli shock della unione bancaria dipenderà largamente dall'eventuale inclusione di un *buffer* fiscale comune sufficientemente ampio, che implica un'unione fiscale”⁴⁵.

Dunque, dopo aver analizzato l'attuale funzionamento della politica fiscale nell'unione monetaria europea, è opportuno focalizzarsi sui principali problemi da affrontare in tale ambito per garantire una migliore performance dell'UEM. Secondo quanto emerge dalle analisi di Bénassy-Quéré et al. (2016), Darvas et al. (2018) e Beetsma et al. (2018), la politica fiscale condotta nell'ambito dell'Eurozona, nonostante i suddetti meccanismi di coordinamento, è essenzialmente influenzata da cinque fondamentali difetti o lacune. La loro risoluzione, dunque, rappresenta un passo necessario verso una auspicabile maggiore integrazione fiscale, nella forma di un'unione fiscale a livello europeo.

Eccessiva complessità e scarsa trasparenza delle norme fiscali

In primo luogo, le riforme del Patto di Stabilità e Crescita hanno notevolmente complicato l'insieme di regole da rispettare all'interno dell'unione monetaria, causando una serie di evitabili effetti collaterali. Ogni presunta violazione delle norme fiscali, infatti, ha portato a riforme volte a perfezionare ulteriormente la struttura del PSC. Tale sistema è dunque “divenuto quasi ingestibile per via della sua complessità e della

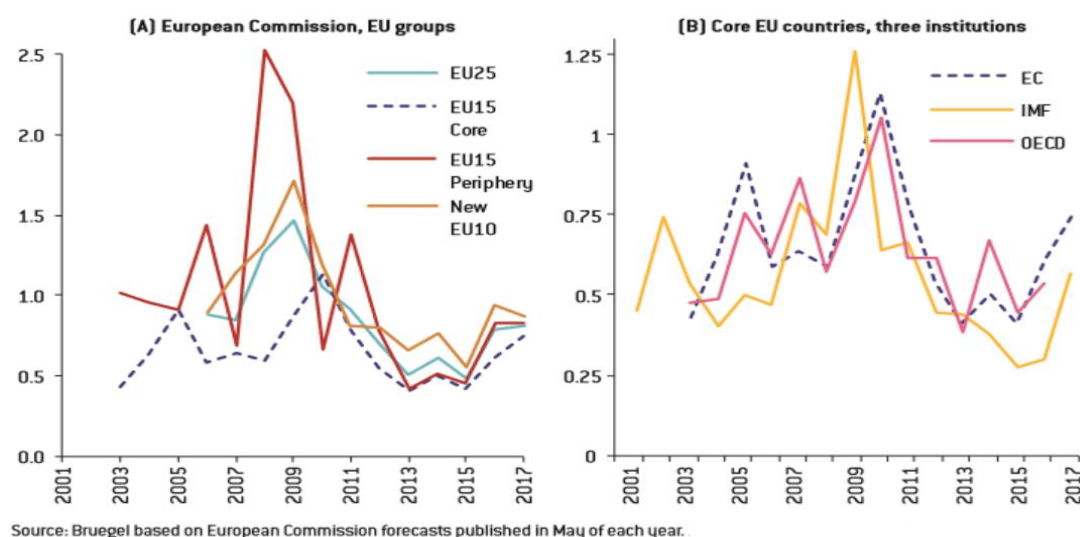
⁴⁵ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

continua integrazione di eccezioni e clausole di salvaguardia [...]”⁴⁶. Questa situazione, in ultima analisi, va ad intaccare la trasparenza del presente contesto fiscale, che infatti è in costante riduzione. Inoltre, la complessità delle regole ne ha inevitabilmente minato anche popolarità ed efficacia. La difficoltà dei governi dell’UEM ad interiorizzare e rispettare le norme, infatti, se da un lato comporta la percezione comune della loro attuazione ineguale tra i diversi Stati membri, dall’altro contribuisce alla non conformità alle stesse.

Importanti parametri stimati erroneamente

Inoltre, i requisiti quantitativi fissati dal PSC soffrono di sostanziali problemi di rilevamento e valutazione. Parametri quali il saldo strutturale di bilancio ed il c.d. *output gap* –la differenza tra prodotto effettivo e potenziale, ed essenziale alla misurazione del saldo di bilancio – sono frequentemente soggetti a stime ampiamente errate, spesso dell’ordine di grandezza dello stesso *gap* che si intende misurare (Orphanides, van Norden, 2002). Tipicamente, i paesi cardine dell’UE sono soggetti, a distanza di un anno, a revisioni delle stime del saldo strutturale di bilancio – da parte di Commissione Europea, FMI e OECD – corrispondenti a valori tra lo 0,5% e l’1% del PIL (Darvas et al. , 2018). I paesi periferici, invece, vanno incontro a revisioni addirittura maggiori. L’entità di tali revisioni, inoltre, è incrementata negli ultimi anni, nonostante la migliorata situazione economica europea. È chiaro, dunque, come la presenza di shock economici persistenti possa aumentare ulteriormente possibilità ed entità di errori nelle stime di tali parametri. Nello specifico, una situazione simile porta generalmente a stime del prodotto potenziale oltremodo pessimistiche – c.d. *effetto d’isteresi* – che generano la convinzione della necessità di nuovi adeguamenti sul piano della politica fiscale.

In conclusione, la presenza di significativi errori nelle stime di importanti parametri quali il prodotto potenziale, l’*output gap* e il saldo strutturale di bilancio pregiudica la pronta capacità di intervento e di manovra della politica fiscale (Fig. 17).



⁴⁶ Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.

Fig. 17: Livelli di revisione media della stima del saldo di bilancio strutturale in un anno (in % del PIL).

Pro-ciclicità della politica fiscale europea

È anche a causa degli errori commessi nelle stime dei suddetti parametri degli ultimi anni, dunque, che le politiche fiscali nell'ambito dell'Eurozona hanno un carattere prevalentemente pro-ciclico (Fig. 18). Prima della crisi economica, infatti, molti paesi europei hanno condotto politiche fiscali ultra-espansive, mentre dopo il 2008 – con la sola eccezione del 2009 – vi è stata una generale stretta fiscale pro-ciclica, che sicuramente ha contribuito a prolungare la durata e ad inasprire gli effetti della recessione (Darvas et al. , 2018). L'effetto di un'eccessiva pro-ciclicità – ovvero “l'inclinazione ad accentuare piuttosto che ad attenuare il ciclo economico”⁴⁷ – è infatti quello di pregiudicare gli effetti stabilizzatori delle politiche fiscali. Nello specifico, in una fase espansiva, i forti incentivi politici a spendere il *surplus* comporta la mancata o insufficiente riduzione di *deficit* e debito; di conseguenza in una fase di recessione i piani di consolidamento fiscale risultano inefficaci, in assenza del margine di bilancio necessario a supportare l'economia. Di conseguenza, l'istituzione di un'unione fiscale sarebbe certamente benefica in termini di coordinamento delle politiche macroeconomiche degli Stati membri dell'UEM, evitando la conduzione di politiche fiscali espansive in fasi di espansione economica e restrittive in fasi di contrazione economica.

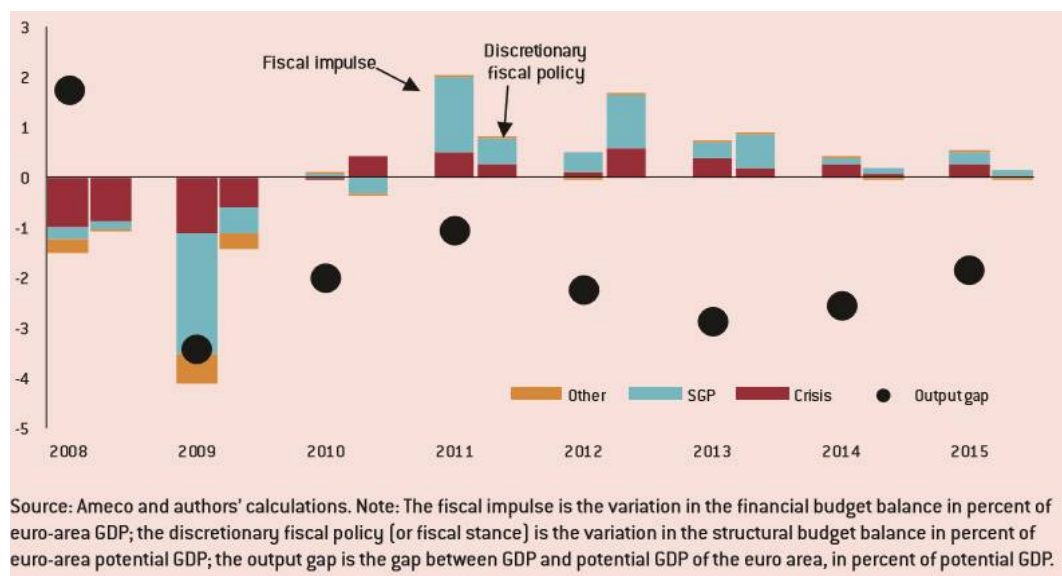


Fig. 18: Stimolo fiscale e politica fiscale discrezionale nell'Eurozona (in % di PIL dell'Eurozona).

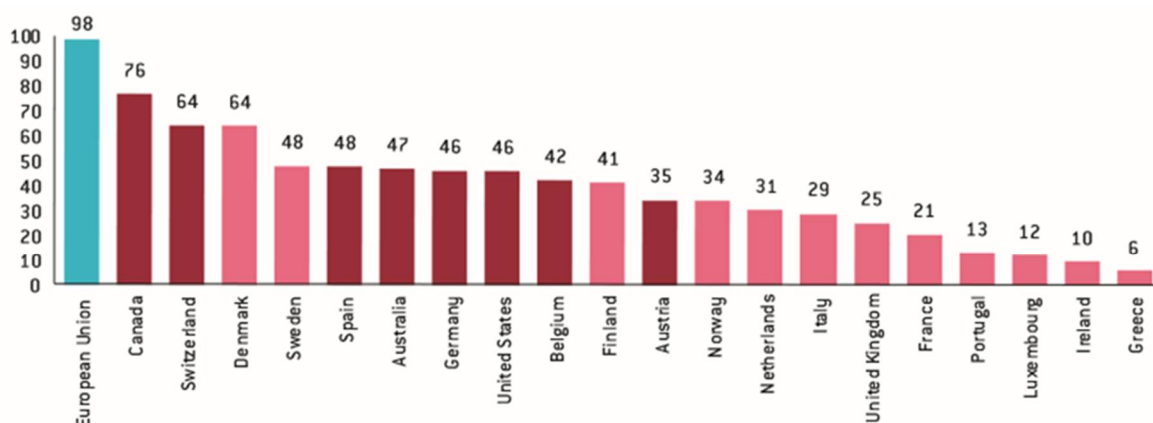
Mancanza di un budget comune sufficientemente sviluppato

Inoltre, negli ultimi anni si è rivelata sempre più necessaria l'introduzione di strumenti quali un sufficiente budget comune, attualmente assente. Se confrontata con stati e federazioni in materia di rapporto tra la spesa dei governi regionali e del governo centrale, l'Unione Europea costituisce un'evidente anomalia (Fig. 19). Generalmente gli stati dispongono di significative risorse fiscali a livello centrale, mentre la spesa

⁴⁷ Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.

dei governi regionali si avvicina al 50% del totale; nel caso degli stati federali, invece, tale quota sale, fino a far registrare il 76% del Canada. Il budget nazionale degli Stati membri, tuttavia, rappresenta il 98% delle spese totali all'interno dell'Unione Europea (dati IMF, 2015). Per quanto riguarda l'Eurozona, inoltre, a parte la capacità creditoria del MES – corrispondente a circa il 6% del PIL totale degli Stati membri, nel 2016 (Thirion, 2017) – non vi è alcuna forma adeguata di condivisione del rischio (Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff, 2016).

Tuttavia, la presenza di un adeguato budget comune tra gli Stati membri dell'unione monetaria è auspicabile principalmente per tre ragioni. Esso infatti contribuirebbe al finanziamento di beni pubblici comuni a livello europeo, garantirebbe la messa in atto di trasferimenti tra regioni volti a correggere squilibri di vario genere e avrebbe un ruolo fondamentale in materia di stabilizzazione macroeconomica. Inoltre, Bénassy-Quéré et al. (2016) sottolineano che il MES, in quanto regime di mutua assistenza, non può rappresentare un sufficiente sostituto del budget dell'Eurozona, il quale invece dovrebbe comportare la delega di alcune competenze – come ad esempio la facoltà di intervento in caso di shock asimmetrici o la capacità di spesa per finanziare politiche comuni in materia di difesa, immigrazione o sanità – a livello centrale. In definitiva, la *risk reduction* non può sostituire il – necessario – *risk sharing*.



Source: International Monetary Fund, Government Finance Statistics, September 2015. Dark red: federal countries.

Fig. 19: Incidenza della spesa degli enti regionali rispetto alla spesa nazionale totale (in %).

Mancanza di un adeguato meccanismo di attuazione delle norme

Beetsma et al. (2018) evidenziano anche che l'attuazione delle norme tramite sanzioni finora non ha sortito gli effetti sperati. Vi è stata, infatti, una conformità piuttosto bassa alle regole del PSC, nonostante i suddetti meccanismi sanzionatori: “in più di tre quarti dei casi, i paesi della zona euro hanno sfiorato il tetto del deficit pari al 3% tra il 1998 ed il 2015, e 16 dei 19 membri hanno avuto una media di deficit superiore al loro obiettivo di medio periodo”⁴⁸. Se da un lato l'imposizione di sanzioni rischia di alimentare il risentimento

⁴⁸ Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.

politico degli Stati membri nei confronti di Bruxelles, dall'altro è pur vero che la totale assenza di simili meccanismi – e l'eccessivo ricorso a clausole di flessibilità – renderebbe il sistema fiscale poco credibile. In conclusione, l'implementazione di un meccanismo efficiente e credibile di applicazione delle norme rappresenta una prerogativa fondamentale di ogni eventuale riforma dell'Unione Economica e Monetaria.

2.3 Proposte istituzionali

L'esistenza delle problematiche finora esposte, tanto in termini di politica fiscale nell'ambito dell'Eurozona quanto in termini di struttura generale dell'UEM, è ormai quasi unanimemente accettata da parte di eurocrati e comunità accademica. La rapida diffusione della crisi economica e finanziaria dal mercato immobiliare statunitense alle economie europee, la sua durata ed i suoi effetti a livello sociale hanno palesato i difetti e le lacune strutturali che viziano il sistema dell'UEM, concepito a Maastricht. Nonostante l'attuazione delle riforme del Patto di Stabilità e Crescita e l'istituzione del Meccanismo Europeo di Stabilità, persistono importanti fattori che determinano l'incompletezza – e l'inefficienza – dell'unione monetaria. È dunque avvertita come imperativa la necessità di una riforma dell'Eurozona volta a integrare definitivamente gli Stati membri tra loro a livello economico e politico. Tuttavia, non si registra lo stesso grado di consenso in merito alle misure da adottare per completare l'UEM. L'idea di istituire un'unione fiscale rappresenta, in questo senso, il tema al centro del dibattito. Ci si chiede, infatti, quale sia la configurazione più opportuna da dare a tale strumento, per evitare di ottenere effetti collaterali – quali quelli esposti nel Capitolo 1, paragrafo 1.5.

Nel corso del presente e del prossimo paragrafo saranno analizzate le principali proposte concrete degli strumenti necessari a completare l'UEM, formulate rispettivamente a livello istituzionale ed accademico. Nell'ultimo decennio, le istituzioni europee si sono infatti impegnate ad assumere una linea quanto più uniforme e coerente riguardo ai successivi passi di integrazione economica e politica. Dunque, tra il 2012 ed il 2018, è stata pubblicata una serie di documenti di cui ora si passerà all'analisi. La loro importanza, chiaramente, è costituita dal fatto che essi rappresentano proposte “ufficiali”, dunque sostenute dalla maggior parte degli eurocrati e di verosimilmente destinate ad essere attuate nel prossimo futuro.

2.3.1 *Four Presidents' Report (2012) e Five Presidents' Report (2015)*

Questi documenti, redatti dai presidenti di alcune istituzioni europee⁴⁹, costituiscono il primo tentativo di pianificazione di una riforma complessiva della struttura dell'UEM, fissando una serie di scadenze entro le quali adottare determinate misure in vari settori. Le loro proposte si concentrano sul raggiungimento di una maggiore convergenza economica, sui passi necessari al completamento dell'unione finanziaria, sulla

⁴⁹ Van Rompuy, H., Barroso, J. M., Juncker, J. C., Draghi, M. (2012) e Juncker, J. C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., Schulz, M. (2015).

creazione di un'unione fiscale e sul rafforzamento della struttura istituzionale dell'Eurozona. Entrambi i rapporti, dunque, hanno lo scopo di definire il processo di rafforzamento delle fondamenta dell'unione monetaria, proponendo l'adozione di strumenti volti a garantire una sua maggiore stabilità ed integrità. Nello specifico, centrale è l'obiettivo di dotare l'UEM dei meccanismi necessari a prevenire le crisi, nella forma di un bilancio comune che comprenda una adeguata capacità fiscale per l'Eurozona. Gli Stati membri, dunque, grazie a salde politiche fiscali potranno godere finalmente di tutti i benefici che caratterizzano un'unione monetaria, e saranno in grado di assorbire gli shock internamente grazie alla rinnovata resistenza delle economie nazionali e alla presenza di adeguati *buffer* fiscali nell'ambito del ciclo economico. Per raggiungere questo scopo, sarà necessario accrescere la capacità di condivisione dell'impatto di tali shock, ovvero garantire un maggior grado di *risk sharing* all'interno dell'area euro, raggiungibile nel breve periodo tramite un'accresciuta integrazione finanziaria, mentre nel medio periodo tramite un meccanismo comune di stabilizzazione fiscale. In definitiva, un'UEM più stabile e resistente sarebbe al sicuro da shock economici esterni e darebbe nuovo slancio al modello europeo di coesione sociale. Per fare ciò, "governi ed istituzioni devono dimostrare ai cittadini ed ai mercati che l'Eurozona farà più che limitarsi a sopravvivere [...] condividendo più sovranità nel tempo"⁵⁰.

Il documento redatto da Van Rompuy, Barroso, Juncker, Draghi (2012) ed intitolato "Verso un'autentica Unione Economica e Monetaria", si focalizza soprattutto sulle riforme da adottare nel settore della *governance* fiscale e del coordinamento *ex ante*. Esso programma, da un lato, l'entrata in vigore dell'ultima riforma del PSC tramite il *Two pack*, mentre dall'altro stabilisce l'introduzione del Meccanismo Europeo di Stabilità e di Meccanismo di vigilanza unico e Meccanismo di risoluzione unico, strumenti fondamentali nell'ambito dell'unione bancaria per cercare di scindere il legame tra banche e debiti sovrani nazionali. Tali obiettivi, come detto in precedenza, sono stati raggiunti nei tempi previsti.

Per quanto concerne le misure da attuare nei successivi *step*, inoltre, grande importanza viene data al completamento dell'unione finanziaria, alla promozione di politiche economiche responsabili e alla creazione di un meccanismo di assorbimento degli shock economici a livello centrale. In primo luogo, dato l'effetto destabilizzante causato dall'incertezza riguardo ai depositi bancari, risulta necessaria l'armonizzazione dei sistemi di garanzia dei depositi nazionali, assicurandone una resistenza e una protezione adeguate. Tale obiettivo sarebbe stato poi perseguito tramite l'istituzione di un'autorità di risoluzione comune volta ad assicurare anche l'imparzialità delle decisioni di risoluzione bancaria. In secondo luogo, viene programmata l'introduzione di un meccanismo di maggiore coordinamento e convergenza nell'attuazione delle politiche economiche strutturali degli Stati membri e delle istituzioni dell'UE. Ciò comporta anche la possibilità di un temporaneo supporto finanziario per determinati stati.

⁵⁰ Juncker, J. C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., Schulz, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. European Commission.

Infine, in materia di politica fiscale, è necessario stabilire una capacità fiscale comune ben definita, con lo scopo di migliorare l'abilità di assorbimento di shock economici locali attraverso un sistema di assicurazione a livello centrale. Ciò favorirebbe la stabilità delle politiche economiche europee e ne migliorerebbe anche l'efficienza. Tale strumento, secondo gli autori del rapporto, dovrebbe essere basato su due approcci: "un approccio macroeconomico, in cui contributi ed esborsi sarebbero basati sulle fluttuazioni di entrate e spese cicliche, [...] un approccio microeconomico e connesso in modo più diretto a una funzione pubblica specifica sensibile al ciclo economico, come un'assicurazione contro la disoccupazione"⁵¹. I quattro presidenti evidenziano che gli elementi di *risk sharing* fiscale dovrebbero essere strutturati in modo da non favorire trasferimenti unidirezionali e permanenti tra gli stati, ma piuttosto da garantire che in base all'andamento del ciclo economico ogni paese possa essere sia beneficiario che finanziatore di tale sistema. Quest'ultimo dovrebbe inoltre comprendere adeguati meccanismi volti a limitare il rischio di *moral hazard*. Infine, il ruolo della capacità fiscale dovrebbe essere quello di migliorare la generale resistenza economica dell'UEM, contribuendo alla prevenzione di crisi e di conseguenza a ridurre la probabilità di un intervento del MES. È dunque necessario incrementare i processi di *decision-making* comuni in materia di bilancio, così come coordinare ulteriormente le politiche macroeconomiche nei settori di tassazione ed occupazione.

Tre anni dopo, i presidenti Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, Schulz (2015) pubblicano un nuovo rapporto, intitolato "Completare l'Unione Economica e Monetaria europea". Questo documento, elaborato dopo il periodo di riforme degli anni della crisi, sostiene l'idea che le rapide soluzioni fiscali adottate dopo il 2010 debbano essere convertite in durature, stabili e democraticamente legittime norme alla base dell'UEM del futuro. Nonostante le recenti modifiche del PSC, persiste una preoccupante divergenza all'interno dell'Eurozona in materia di efficienza delle politiche fiscali e di occupazione. Ciò si traduce in un'intrinseca fragilità dell'unione monetaria nel suo insieme. È necessario trasformare l'attuale sistema di parametri e linee guida per le politiche macroeconomiche nazionali in un sistema basato su una maggiore condivisione della sovranità all'interno di istituzioni comuni, incrementandone i processi di codecisione. I cinque presidenti propongono, dunque, di implementare politiche specifiche su quattro fronti: sono infatti necessari passi avanti verso il completamento dell'unione economica, dell'unione finanziaria, dell'unione fiscale e dell'unione politica.

In materia di unione economica, l'obiettivo principale è quello di raggiungere un maggior grado di convergenza, prosperità e coesione sociale. Per fare ciò, è necessario un approfondimento del mercato unico con lo scopo di ottenere strutture economiche ugualmente resistenti all'interno dell'area euro, fattore quest'ultimo che dovrebbe garantire un nuovo impulso per l'occupazione e la crescita. Tale processo di integrazione economica dovrebbe basarsi su quattro pilastri. In primo luogo, la creazione di un sistema di Autorità per la competitività a livello dell'UEM in stretta collaborazione con la Commissione Europea sarebbe

⁵¹ Van Rompuy, H., Barroso, J. M., Juncker, J. C., Draghi, M. (2012). *Towards a genuine economic and monetary union*. European Commission.

importante per assicurare un miglioramento nel sempre più vasto campo della competitività. In secondo luogo, un rafforzamento della *procedura per gli squilibri macroeconomici* (MIP) ne garantirebbe l'utilizzo non solo per rilevare squilibrio ma anche per incoraggiare riforme strutturali. Inoltre, la MIP dovrebbe concentrarsi non solo sui singoli Stati membri ma sull'intera Eurozona. In terzo luogo, le grandi differenze sociali tra gli stati dell'UEM dovrebbero far rivolgere maggiore attenzione all'occupazione e alle prestazioni sociali. I mercati del lavoro e i sistemi di welfare devono funzionare correttamente in tutta l'Eurozona ed essere al centro della valutazione del Semestre europeo. È inoltre raccomandata una più profonda integrazione tra i mercati del lavoro nazionali, facilitando la mobilità geografica e professionale. Infine, viene auspicato un maggior coordinamento delle politiche economiche nell'ambito del Semestre europeo.

Di pari passo va la necessaria integrazione nel settore finanziario. In un'unione monetaria il sistema finanziario dovrebbe essere unico, altrimenti gli impulsi dati dalle decisioni di politica monetaria non vengono trasmesse uniformemente tra gli Stati membri. Il sistema finanziario, inoltre, dovrebbe essere in grado di diversificare il rischio tra gli stati, in modo da moderare l'impatto di shock specifici per paese e dunque ridurre la quantità di rischio da condividere attraverso mezzi fiscali. I cinque presidenti raccomandano, per completare l'unione finanziaria, l'introduzione di un regime comune di assicurazione sui depositi e dell'Unione dei mercati dei capitali. Nel primo campo viene proposta l'istituzione di un *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS) quale terzo pilastro dell'unione bancaria. L'EDIS sarebbe finanziata da tasse pagate dalle banche degli Stati membri e basate sul rischio, per prevenire i rischi del moral hazard. Nel medio termine, inoltre, sarà necessario ridurre l'esposizione delle banche al debito sovrano nazionale. Infine, l'Unione dei mercati dei capitali rappresenta una priorità ed avrebbe lo scopo di rafforzare i meccanismi di *risk sharing* sovranazionali "tramite una forte integrazione dei mercati azionari ed obbligazionari"⁵².

Per quanto riguarda il settore fiscale, i cinque presidenti sottolineano l'esigenza innanzitutto di politiche fiscali nazionali responsabili con la doppia funzione di garantire la sostenibilità del debito pubblico e di fare in modo che gli stabilizzatori fiscali automatici possano ammortizzare gli shock economici locali. È importante, inoltre, assicurarsi che la somma dei saldi di bilancio nazionali porti a un'adeguata politica di bilancio nell'ambito dell'area euro. A causa della possibilità che, in occasione di una crisi, i budget nazionali si trovino sotto un'eccessiva pressione, sarebbe fondamentale creare – nel lungo termine – uno strumento di stabilizzazione fiscale che comprenda l'intera Eurozona. Per fare in modo che ciò accada, è necessario evitare incentivi al *moral hazard* e garantire una disciplina fiscale comune, risultati ottenibili principalmente tramite una maggiore convergenza economica e finanziaria, nonché tramite la mutualizzazione dei processi decisionali riguardo alle politiche di bilancio. Gli autori del rapporto, dunque, raccomandano la costituzione di un nuovo organo consultivo con il compito di coordinare e complementare i consigli fiscali nazionali: il Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche (*European Fiscal Board*) – istituito nel 2016. Il presente rapporto,

⁵² Juncker, J. C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., Schulz, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. European Commission.

infine, sottolinea che tutte le unioni monetarie mature hanno creato una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune per affrontare meglio gli shock, che non possono essere gestiti solo a livello nazionale. Questo passaggio, dunque, è la necessaria evoluzione dell'UEM, rendendola più resistente agli shock economici.

2.3.2 Il *Reflection Paper* della Commissione Europea (2017)

L'importanza del *Reflection Paper* pubblicato nel maggio 2017 sta nell'ampia portata del suo approccio e delle misure ivi esaminate. Esso infatti raggruppa e cerca di dare una coerenza alle principali proposte formulate in materia di riforma dell'Eurozona fino ad allora. L'obiettivo fondamentale del *paper* è quello di rafforzare la moneta unica dando un impulso alla pratica applicazione delle idee riguardanti questioni economiche, politiche e sociali di interesse comune. Tre i principi cardine dell'auspicata riforma:

- Il raggiungimento della giustizia sociale, della stabilità finanziaria e della convergenza economica, posti come obiettivi principali che l'UEM deve perseguire.
- La garanzia sia di una maggiore responsabilità degli Stati membri che di una maggiore solidarietà tra gli stessi. La nuova UEM, pertanto, deve perseguire tanto incentivi alla *risk reduction* quanto meccanismi di *risk sharing*.
- La maggiore trasparenza e la democraticità del processo decisionale in capo alle istituzioni europee, e in particolar modo quelle dell'Eurozona.

Altrettanti risultano essere, dunque, i settori dell'UEM che necessitano di un intervento. Il *Reflection Paper* prende infatti in considerazione varie possibili misure da adottare in tre diversi ambiti: il completamento dell'unione finanziaria, la creazione di una più integrata unione economica e fiscale ed il rafforzamento delle istituzioni.

In primo luogo, “un sistema finanziario integrato e ben funzionante è essenziale per un'UEM stabile ed efficace”⁵³. Un primo passo avanti in questo senso dovrebbe consistere nell'attuazione di misure di riduzione dei rischi, tramite l'avvio di una strategia a livello europeo contro i prestiti non produttivi. Inoltre, è necessario completare l'unione bancaria introducendo due strumenti fondamentali: un meccanismo di protezione fiscale per il Fondo di risoluzione unico, ed un Sistema europeo di assicurazione sui depositi bancari. Mentre il primo strumento garantirebbe un'efficace risoluzione delle crisi bancarie, evitando costi per i contribuenti, il secondo assicurerebbe un maggior grado di protezione dei risparmi nei depositi, uguale in tutta l'Eurozona. Inoltre, la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali è fondamentale al fine di

⁵³ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

rafforzare la moneta unica, fornendo “fonti di finanziamento più innovative, sostenibili e diversificate per famiglie ed imprese”⁵⁴.

In secondo luogo, la futura riforma dell'Eurozona deve necessariamente passare per un incremento della convergenza economica volto a rendere più solida la struttura economica e sociale degli Stati membri in caso di squilibri macroeconomici. Creare un'unione fiscale tra gli Stati membri dell'UEM rappresenta, dunque, la migliore opzione per raggiungere i suddetti risultati. Il processo di convergenza economica verso l'unione fiscale dovrebbe essere costituito dai seguenti elementi:

- Rafforzare il coordinamento delle politiche macroeconomiche nazionali nell'ambito del Semestre europeo per massimizzarne l'efficacia.
- Incrementare i legami tra le politiche nazionali ed il già esistente sistema di finanziamento a livello europeo, rafforzando il ruolo del budget dell'UE – attualmente molto modesto.
- Introdurre una funzione di stabilizzazione macroeconomica per l'Eurozona, che vada ad aggiungersi ai budget nazionali in caso di shock asimmetrici. Questo strumento potrebbe assumere la forma di un Sistema europeo di protezione degli investimenti, di un Sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione, oppure di un fondo per le emergenze. Inoltre, la stessa funzione di stabilizzazione potrebbe essere svolta da un nuovo budget dell'Eurozona.

Infine, è necessario rafforzare la struttura istituzionale dell'Eurozona, cercando di promuovere l'interesse comune dell'insieme degli Stati membri e di accrescerne la responsabilità democratica. Inoltre, è attualmente oggetto di un dibattito l'istituzione di un Tesoro dell'Eurozona e di un Fondo monetario europeo.

2.3.3 Rapporto annuale dell'*European Fiscal Board* (2018)

Infine, è opportuno analizzare l'ultimo documento ufficiale redatto da un organo dell'UEM in materia di riforma dell'Eurozona. Il rapporto annuale pubblicato nel settembre 2018 dal neonato European Fiscal Board rappresenta infatti la più aggiornata proposta istituzionale di rinnovamento del Patto di Stabilità e Crescita. È necessario modernizzare l'attuale sistema fiscale, semplificando e rendendo più efficaci le norme che lo governano. La riforma proposta è caratterizzata da:

- Un tetto all'indebitamento di medio periodo pari al 60% del PIL.
- Un tetto al tasso di crescita della spesa primaria, ricalcolato ogni tre anni e volto a garantire la riduzione del debito eccedente al 60% del PIL nel medio periodo.

⁵⁴ European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.

- Un sistema di sanzioni più severo ed efficiente.
- Un sistema di clausole di salvaguardia per circostanze eccezionali.
- Un sistema di sorveglianza meno complesso.

Le caratteristiche principali della nuova politica fiscale in ambito europeo dovrebbero essere la sua prospettiva di medio periodo e l'orientamento anti-ciclico. Inoltre, l'attenzione degli autori del rapporto è rivolta alla proposta di adeguati strumenti di riduzione del debito, così come alla ricerca di una maggiore trasparenza della *governance* economica dell'UEM ed alla semplificazione delle sue regole fiscali. Per questi motivi, l'*European Fiscal Board* propone che la riforma del corpus di norme macroeconomiche debba essere basato su un unico indicatore di conformità: il rapporto debito pubblico/PIL.

Il sistema di sanzioni dovrebbe essere rafforzato per raggiungere una maggiore efficienza. In primo luogo, non dovrebbe più esserci discrezionalità in merito alla definizione delle sanzioni finanziarie nei confronti di uno Stato membro. Inoltre, bisognerebbe rafforzare la condizionalità degli aiuti finanziari dell'UE nei confronti di stati in difficoltà economica al loro rispetto dei parametri fiscali del PSC. Infine, stesso discorso vale per l'accesso ad un futuro meccanismo di stabilizzazione comune per l'Eurozona, condizionato alla conformità alla regola di spesa.

Per quanto riguarda la flessibilità del nuovo Patto di Stabilità e Crescita riformato, il rapporto annuale dell'EFB sostiene che solo in due casi bisognerebbe consentire una deviazione dalla regola generale del tetto alla spesa. Le clausole di salvaguardia, infatti, si attiverebbero:

1. In caso di una situazione economica fortemente avversa, su richiesta dello Stato membro interessato ed accordata dal Consiglio.
2. In caso di spesa non discrezionale, seppur anti-ciclica. Anche in questo caso, la deviazione viene autorizzata dal Consiglio.

2.4 Il dibattito accademico

Se da un lato le proposte di riforma della struttura fiscale dell'UEM in ambito istituzionale sono grossomodo in continuità e coerenti l'una con l'altra, dall'altro il dibattito accademico sul tema stupisce per la portata e per la varietà degli approcci. Indubbiamente questa tematica rappresenta, in ambito accademico, un argomento di grande interesse ed attualità. Da ciò deriva, dunque, la notevole quantità di contributi al dibattito, spesso anche in contrasto tra loro.

Ho scelto di analizzare, nel presente paragrafo, quattro tra i contributi politici a mio avviso più rilevanti. Essi includono le proposte di unione fiscale europea che hanno riscosso maggiore interesse nella comunità

accademica negli ultimi anni, fino ad essere anche considerate dalle stesse istituzioni. Verranno dunque trattate, in ordine cronologico, le proposte formulate da Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff (2016), Thirion (2017), il c.d. 7+7 *Report* (Bénassy-Quéré et al., 2018) e, infine, il contributo politico di Darvas, Martin, Ragot (2018).

2.4.1 Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff (2016)

Il presente contributo politico-economico si concentra sull'opportunità di dotare l'Eurozona di un adeguato sistema di stabilizzazione fiscale, con lo scopo di sostenere l'economia tramite maggiore spesa e l'abbassamento delle tasse in un periodo di recessione, e di eliminare il disavanzo di bilancio in una fase espansiva. Vista la scarsa probabilità dell'istituzione di un budget federale sufficientemente ampio nel breve e medio periodo, è "essenziale migliorare il coordinamento delle politiche fiscali nazionali"⁵⁵, con l'obiettivo di dotare queste ultime di una maggiore anti-ciclicità. Gli autori, dunque, ritengono che l'UEM rimarrà un modello ibrido in cui vi sarà un potere decisionale condiviso in merito alle politiche fiscali nazionali.

Innanzitutto, un obiettivo fondamentale è quello di garantire la capacità dei bilanci nazionali di stabilizzazione macroeconomica tanto a livello locale quanto a livello aggregato. Di conseguenza, è necessario:

- Assicurare la solidità delle politiche fiscali nazionali, favorendone l'anti-ciclicità per ridurre il tasso di indebitamento in periodi normali o positivi, permettendo una migliore stabilizzazione fiscali in periodi negativi. Questo obiettivo potrebbe essere raggiunto tramite rinnovate politiche prudenziali a livello micro e macroeconomico, rompendo il ciclo di retroazione tra banche e debito sovrano e favorendo una combinazione di più semplici regole fiscali e di organi consultivi.
- Introdurre una procedura di ristrutturazione del debito volta a prevenire successive misure di *austerity* eccessivamente dure ed a rendere le norme fiscali più credibili. Una simile procedura prestabilita, infatti, potrebbe evitare che programmi di austerità esageratamente severi portino ad eccessive contrazioni del PIL dei paesi interessati. Un regime di ristrutturazione del debito potrebbe, inoltre, favorire la disciplina di mercato nell'Eurozona, tramite incentivi alla responsabilità fiscale. Tuttavia, ciò porterebbe anche a dover affrontare problemi in materia di *moral hazard*. Inoltre, per poter istituire un meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano al livello dell'UEM è necessario prima risolvere i problemi della scarsa resistenza del settore bancario e del rischio di contagio. Da un lato, infatti, è opportuno completare l'unione bancaria tramite una progressiva diversificazione dell'esposizione delle banche ai rischi sovrani, creando

⁵⁵ Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.

un sistema di assicurazione dei depositi supportato da una protezione fiscale comune. Dall'altro lato, è necessario rinforzare il MES in modo che possa fungere da barriera in caso di un processo di ristrutturazione del debito.

- Assicurare un certo grado di flessibilità delle norme del PSC in una fase recessiva. Infatti, “è impossibile stabilire una serie di regole che garantiscano una politica fiscale ottimale in ogni circostanza”⁵⁶, dunque è difficile per l'eurogruppo promuovere una politica fiscale unitaria nell'ambito dell'Eurozona. Per questo gli autori propongono di rafforzare il Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche (*European Fiscal Board*), incaricandolo di distinguere tra periodi normali e periodi eccezionalmente buoni o cattivi – in cui la BCE non è in grado, senza l'aiuto della politica fiscale, di stabilizzare l'economia – e di fornire indicazioni in merito alla politica di bilancio più appropriata da seguire al livello dell'UEM.

Infine, nel lungo periodo sarà necessario trasferire almeno in parte il sistema di stabilizzazione fiscale in caso di ampi shock economici dal livello nazionale al livello europeo. Tale obiettivo può essere raggiunto tramite la creazione di un adeguato bilancio federale per l'Eurozona e l'introduzione di un sistema di assicurazione contro la disoccupazione a livello europeo. In particolar modo, secondo gli autori quest'ultimo strumento dovrebbe intervenire solo in periodi gravemente recessivi, per estendere la durata dei sussidi di disoccupazione e tramite un co-finanziamento degli stati interessati. Per fare ciò sarà necessario, prima di tutto, armonizzare i mercati del lavoro dell'Eurozona, incrementando notevolmente la mobilità del lavoro.

2.4.2 Thirion (2017)

Nel paper intitolato “*European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*”, Gilles Thirion (2017) sostiene argomentazioni a favore di una maggiore condivisione dei rischi economici al livello dell'Eurozona. Nello specifico, l'UEM necessita di essere affiancata da uno sistema di assicurazione fiscale federale, in grado di ridurre i costi legati all'unificazione monetaria legati alla perdita della capacità degli Stati membri di determinare la propria politica monetaria e i tassi di cambio. Uno strumento simile consentirebbe agli Stati membri di condividere e diversificare i rischi, oltre a coordinare meglio le proprie politiche tramite una politica fiscale centralizzata. In questo modo sarebbe possibile raggiungere gli obiettivi di stabilizzazione facilitando la capacità dei governi nazionali di reperire il necessario finanziamento in caso di ampi shock economici. Questa capacità fiscale comune, insieme ai meccanismi di *risk sharing* che ne deriverebbero, garantirebbe ai paesi in difficoltà maggiori possibilità di riuscire ad attuare politiche fiscali anti-cicliche.

⁵⁶ Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.

Thirion si focalizza, di conseguenza, su come dovrebbe essere strutturato un ipotetico ammortizzatore fiscale per l'Eurozona. Vengono discusse due opzioni alternative. Da un lato, il primo approccio intende fornire un'assicurazione contro shock specifici per paese, legata ad un indicatore macroeconomico segnalante la posizione relativa nel ciclo economico di ogni stato. I trasferimenti, basati sugli *output gap* o sui tassi di disoccupazione, andrebbero direttamente ai governi degli stati interessati. Dall'altro lato, il secondo strumento proposto riguarda un autentico sistema di assicurazione comune contro la disoccupazione. In questo caso, sussidi temporanei di disoccupazione verrebbero garantiti direttamente dal livello centrale agli individui.

Secondo il primo approccio, di carattere macroeconomico, è necessario introdurre fondi di emergenza che garantiscano trasferimenti temporanei tra gli Stati membri a seconda della loro posizione nel ciclo economico. In questo modo gli stati ne risulterebbero contribuenti in periodi positivi e riceventi in periodi negativi. Questo approccio offre due varianti alternative:

1. Nel caso in cui tali fondi fossero connessi agli *output gap* nazionali, essi fornirebbero un'assicurazione fiscale automatica contro gli shock locali e allieverebbero significativamente la pro-ciclicità della politica monetaria comune della BCE, sincronizzando i cicli economici nazionali. Nello specifico, i paesi con un *output gap* maggiore della media dell'Eurozona contribuiscono al finanziamento del fondo, e viceversa. Tuttavia, in questa maniera anche i paesi colpiti da una recessione dovrebbero pagare i trasferimenti a quelli colpiti più severamente, abbassando la loro spesa pubblica. Di conseguenza, tale sistema incontrerebbe delle difficoltà in situazioni in cui più stati siano vittime di uno shock simultaneamente. In questo caso, alcuni autori (Furceri & Zdzienicka, 2013; Delbecque, 2013; Pisani-Ferry, 2013) hanno suggerito che il fondo di emergenza dovrebbe favorire l'adozione di politiche fiscali anti-cicliche unitarie per far fronte a shock economici comuni. Il fondo acquisirebbe questa capacità di attenuazione degli shock comuni tramite il reperimento di risorse – raccogliendo contributi degli Stati membri – durante le fasi espansive (Furceri & Zdzienicka, 2013). Secondo Delbecque (2013), infatti, è necessario trattare gli shock in maniera simmetrica: bisogna attenuare sia gli shock negativi che quelli positivi.
2. Nella seconda variante di questo approccio macroeconomico, viene discussa l'introduzione di un sistema di assicurazione contro la disoccupazione a livello europeo. Esso rappresenta un importante strumento di politica sociale, nonché uno stabilizzatore automatico in grado di contrastare l'impatto di una recessione. In questa variante, il presente sistema darebbe accesso a trasferimenti fiscali ai governi di paesi con disoccupazione in aumento. Come nel precedente caso, un simile sistema funzionerebbe automaticamente secondo uno schema anti-ciclico grazie all'oscillazione dei contributi in base al ciclo economico. Dunque, questo approccio prevede una serie di trasferimenti fiscali intergovernativi legati ai tassi di disoccupazione di breve periodo – una variabile che ha il vantaggio di essere direttamente osservabile e non soggetta ad errori di stima e conseguenti revisioni, come l'*output gap* (Darvas et al.,

2018). Inoltre, Gros (2014) propone di concentrarsi su un regime di assicurazione contro una disoccupazione particolarmente elevata (“catastrofica”) per ridurre nettamente i rischi di *moral hazard*.

Il secondo strumento considerato – un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione – distribuirebbe un’indennità di disoccupazione di breve periodo automaticamente e direttamente ai cittadini europei, con lo scopo di stabilizzare il loro reddito nel caso di shock economici negativi. Un tale strumento rafforzerebbe enormemente la dimensione sociale dell’UE, fungendo da assicurazione sociale e proteggendo i cittadini più vulnerabili, favorendo in ultima analisi la convergenza dei mercati del lavoro europei. Tali sussidi, della durata massima di un anno, potrebbero essere finanziati da contributi legati a imposte sui salari o sulle imprese (Dullien, 2007 e 2013).

Infine, viene passata al vaglio l’idea dell’emissione comune di titoli di debito. Grazie agli Eurobond, il debito di ogni Stato membro sarebbe garantito da tutti gli altri. L’emissione di debito comune, dunque, implica un certo grado di unione fiscale, ed ha tre obiettivi principali. Il primo è quello di assicurare la capacità dei governi di finanziare politiche di stabilizzazione fiscale in caso di squilibri macroeconomici, mantenendo la disciplina fiscale. Di conseguenza, gli stati sarebbero in grado di affrontare meglio una crisi fiscale, grazie ai significativi effetti redistributivi – dovuti ai meccanismi di condivisione del rischio fiscale ex-ante ed agli eventuali trasferimenti ex-post – del presente strumento. Il secondo obiettivo, invece, è quello di aumentare la stabilità del mercato ed il ruolo dell’euro come valuta di riserva internazionale. In terzo luogo, l’emissione comune di titoli di debito potrebbe favorire la corretta trasmissione della politica monetaria. Thirion, inoltre, espone le principali proposte formulate in merito in ambito accademico. Ad esempio, alcuni economisti hanno sostenuto la tesi della necessità dell’introduzione di Eurobond emessi dalla Banca europea degli investimenti (BEI), con lo scopo di evitare divergenze nei costi del credito e di contenere il rischio di contagio (De Grauwe & Moesen, 2009). Ogni governo nazionale parteciperebbe sulla base dei propri titoli azionari nella BEI, e i tassi di interesse degli Eurobond verrebbero calcolati alla luce della media dei rendimenti osservati da parte dei governi nel mercato obbligazionario. In secondo luogo, Delpla e Von Weizsacken (2010) hanno proposto l’introduzione di c.d. *Blue-Red bond*, volti a “mutualizzare il primo 60% del rapporto debito nazionale/PIL”⁵⁷ – *blue bond* – lasciando il resto del debito all’emissione dei governi nazionali – *red bond*. In questo modo verrebbe garantito un alto grado di disciplina di mercato, grazie ai forti incentivi a mantenere il debito entro la soglia del 60% del PIL. Infine, altri economisti hanno sostenuto la necessità di creare nuovi organi con il compito di occuparsi dell’emissione di titoli di debito a livello europeo. Due esempi sono le proposte in favore di un Fondo di redenzione del debito europeo (Bofinger et al., 2011) e di un’Agenzia europea del debito (Brunnermeier et al., 2011; Enderlein et al., 2012). Secondo i promotori del primo di questi organi, esso dovrebbe assolvere la funzione di finanziare la quantità di debito eccedente il 60% del PIL dei governi degli

⁵⁷ Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.

Stati membri. L'Agenzia europea del debito, invece, darebbe la possibilità agli stati in difficoltà di emettere tramite essa titoli di debito fino al 20% del proprio PIL.

2.4.3 Il “7+7 Report” (2018)

Il contributo accademico che probabilmente ha suscitato il maggiore interesse è il risultato della pubblicazione di un *paper* intitolato “*How to reconcile risk sharing and market discipline in the euro area*” nel gennaio 2018. Oltre che per la rilevanza dei suoi contenuti, tale lavoro ha riscosso un discreto successo anche grazie ai suoi autori⁵⁸: esso è il risultato di un ampio confronto tra sette economisti francesi e sette economisti tedeschi. Il loro obiettivo era, infatti, anche quello di dimostrare la possibilità di pervenire ad un accordo in materia di riforma fiscale dell'Eurozona da parte di economisti rappresentanti Francia e Germania, e dunque dare un nuovo impulso affinché si trovi una soluzione comune a livello istituzionale al presente dibattito. Vista la grande partecipazione e il numero di critiche costruttive rivolte al 7+7 Report, tale scopo sembrerebbe essere stato raggiunto.

Bénassy-Quéré et al. (2018) sottolineano come l'Eurozona continui a soffrire di debolezze strutturali dovute proprio alle lacune dell'attuale architettura fiscale e finanziaria. Per questo motivo, dopo quasi un decennio di stagnazione, l'attuale ripresa economica non deve, secondo gli autori, condurre gli Stati membri dell'UEM all'errore di accontentarsi dell'attuale configurazione fiscale mantenendo lo *status quo*. L'ancora evidente legame tra debito sovrano e banche nazionali, l'incompletezza dell'unione bancaria, la complessità ed il carattere pro-ciclico delle norme fiscali e gli effetti sociali e politici delle misure di austerità rappresentano problematiche troppo evidenti per poter essere ignorate, nonostante la ripresa economica. Tuttavia, come è noto, gli Stati membri dell'UEM sono divisi tra i sostenitori di una maggiore condivisione del rischio e di adeguati meccanismi di stabilizzazione a livello centrale, ed i promotori di un sistema incentrato su una maggiore disciplina fiscale ed una rinnovata severità delle regole del PSC. La presente situazione di stallo impedisce di realizzare un qualsiasi passo avanti verso la necessaria riforma dell'Eurozona.

Tuttavia gli autori del 7+7 Report sostengono la complementarità, piuttosto che l'alternatività, tra gli strumenti di *risk sharing* e gli incentivi volti a ricercare un maggior grado di disciplina di mercato. Infatti, “una robusta struttura finanziaria richiede sia strumenti di prevenzione delle crisi [...] che strumenti di attenuazione delle crisi”⁵⁹. Inoltre, la possibilità di progettare strumenti di stabilizzazione e condivisione del rischio che non favoriscano la minaccia di *moral hazard* rende i primi necessari al perseguimento di un'efficace disciplina fiscale. Lo scopo principale di una adeguata riforma fiscale dell'Eurozona deve dunque

⁵⁸ Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., et al. (2018).

⁵⁹ Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., et al. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. Policy insight n° 91, CEPR.

essere il perseguimento tanto di meccanismi comuni di assicurazione (*risk sharing*), quanto il rinnovamento delle regole fiscali del PSC (disciplina di mercato), anche tramite una riforma a livello istituzionale.

Per ottenere tali risultati, è urgentemente necessario attuare riforme in determinate aree dell'attuale profilo finanziario, economico ed istituzionale dell'Eurozona. Gli autori, infatti, individuano cinque principali interventi da realizzare:

1. Rompere il circolo vizioso tra banche e debiti sovrani. È necessario disincentivare le banche dal possedere ampie quote di debito nazionale – incentivando la diversificazione dei portafogli bancari – ed introdurre una garanzia comune dei depositi bancari che protegga allo stesso modo tutti i risparmiatori europei.
2. Introdurre una regola di spesa basata su obiettivo di riduzione del debito di lungo periodo. La spesa pubblica del governo, infatti, “non deve crescere più velocemente dell'output nominale di lungo periodo, e dovrebbe crescere più lentamente nei paesi che necessitano di ridurre il rapporto debito pubblico/PIL”⁶⁰. La conformità a tale regola dovrebbe essere assicurata da organi nazionali di sorveglianza fiscale, coordinati da un'istituzione indipendente a livello centrale.
3. Istituire meccanismi di ristrutturazione del debito sovrano degli Stati membri dell'UEM. È necessario ridurre le distorsioni economiche e finanziarie – che accompagnano la ristrutturazione del debito di stati che non sono in grado di ricevere prestiti condizionati – tramite l'introduzione di meccanismi legali a protezione degli stati contro i creditori. È anche raccomandabile rafforzare il MES, con lo scopo di rendere credibile la clausola di no bailout del PSC.
4. Creare un fondo comune con lo scopo di facilitare l'assorbimento di shock economici da parte degli stati europei. Gli annessi trasferimenti fiscali entrerebbero in funzione solo nel caso in cui il tasso di occupazione scendesse sotto una soglia prestabilita. Tale fondo, inoltre, sarebbe finanziato dai paesi partecipanti, ed i contributi di questi ultimi dovrebbero essere commisurati alla probabilità che ne facciano uso.
5. Riformare la struttura istituzionale dell'Eurozona. In particolar modo, sarebbe opportuno separare gli organi di sorveglianza dagli organi che formulano le politiche economiche europee, creando un sistema indipendente di sorveglianza all'interno della Commissione Europea. Infine, come già accennato, gli autori del *7+7 Report* auspicano una riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità.

⁶⁰ Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., et al. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. Policy insight n° 91, CEPR.

Key proposals of the 7 + 7 report

1. Reform of fiscal rules, including of the enforcement device

- Introduce debt-corrected expenditure rule (acyclical discretionary spending)
- Ditch EU sanctions, assign more individual responsibility to countries

2. More and better risk sharing

- Reduce home bias in bank sovereign portfolios through concentration charges
- Introduce common deposit insurance with national compartments
- Promote 'safe asset' based on diversified sovereign debt portfolio (e.g. ESBies)
- Create low-conditionality access to ESM liquidity for pre-qualified countries
- Create unemployment/employment reinsurance fund

3. A targeted role for market discipline

- Enforce the fiscal rule via mandating the issuance of subordinated (junior) bonds for the financing of excess spending
- Make sovereign debt restructuring a credible last resort when debt is clearly unsustainable

4. Clarify role of institutions

- Separate 'prosecutor' (watchdog) and 'judge' (political)
- Upgrade ESM to IMF-like institution, introduce political accountability
- Strengthen national fiscal councils

Fig. 20: Specchietto riassuntivo delle proposte del “7+7 Report”.

2.4.4 Darvas, Martin, Ragot (2018)

Infine, è opportuno sottolineare la proposta contenuta nel paper intitolato “*European fiscal rules require a major overhaul*”, pubblicato nell’ottobre 2018. Tale contributo politico, preparato per il Consiglio d’analisi economica francese, sostiene la tesi secondo cui, per ottenere un sistema fiscale composto da regole più semplici, trasparenti e flessibili, è necessario introdurre una norma fiscale basata sul tasso di crescita della spesa pubblica – così come già accennato in Bénassy-Quéré et al. (2018). Nello specifico, la nuova regola dovrebbe fare in modo che la spese nominali non crescano più velocemente del reddito nominale di lungo periodo. Inoltre, la stessa spesa nominale dovrebbe crescere più lentamente negli Stati membri dell’UEM che soffrono di un eccessivo livello di indebitamento. Il vantaggio di una norma basata sulla spesa pubblica nazionale è certamente quello che tale parametro è direttamente osservabile. Inoltre, le norme in materia di spesa implicano una stabilizzazione fiscale anti-ciclica “poiché aumenti ciclici nelle entrate non hanno effetti sul massimale di spesa”⁶¹.

Secondo gli autori del *paper*, ogni anno i governi degli Stati membri dell’Eurozona dovrebbero presentare alla Commissione Europea un obiettivo di medio periodo di riduzione del rapporto debito/PIL. In questo modo si innescherebbe un confronto tra gli organi di sorveglianza fiscale a livello nazionale ed europeo che si concluderebbe con il voto a favore o contro l’adeguatezza di tale obiettivo da parte del Consiglio. Tuttavia, nel caso in cui uno stato fosse colpito da un ampio shock economico, bisognerebbe introdurre una clausola di salvaguardia – definita dall’eurogruppo – che garantisca la flessibilità necessaria ad affrontare una

⁶¹ Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.

circostanza eccezionale. Inoltre, come osservato in precedenza – Capitolo 2, paragrafo 2.2 – sarebbe necessario, per assicurare il corretto funzionamento della nuova norma fiscale, garantire una adeguata stima di parametri quali l'output gap, sul quale si basa l'obiettivo di crescita potenziale di medio periodo. Ricapitolando dunque, la nuova regola fiscale inerente al tasso di crescita della spesa pubblica nazionale, che dovrebbe essere limitato dalla crescita potenziale del PIL, dall'inflazione attesa e adeguato all'obiettivo di riduzione del debito pubblico.

In secondo luogo, per far funzionare correttamente il suddetto sistema, è necessario creare istituzioni adeguate. Nuove regole fiscali, infatti, hanno bisogno di istituzioni fiscali indipendenti (IFI) o consigli fiscali in grado di fornire puntuali analisi macroeconomiche e relative raccomandazioni in materia di crescita potenziale, inflazione e tassazione (Darvas, Martin, Ragot, 2018). Tale sistema di istituzioni fiscali a livello nazionale, inoltre, dovrebbe essere accompagnato da un'autorevole supervisione a livello dell'Eurozona, coordinata da un Consiglio Fiscale Europeo. Il rispetto della nuova norma fiscale sarà fondamentale per beneficiare degli strumenti di stabilizzazione fiscale centrale, quali il MES. Infine, qualora uno stato non rispetti la norma stessa, dovrebbe attivarsi una procedura nazionale in base alla quale il Ministro delle finanze è tenuto a rendere conto di tale comportamento del governo dinnanzi al parlamento. In caso di scostamento rilevante dalla regola fiscale, invece, la stessa procedura dovrebbe svolgersi dinnanzi al Parlamento Europeo.

III. CAPITOLO 3

3.1 Profili economici fondamentali dell'unione fiscale dell'Eurozona

Dopo aver analizzato i principali progetti di riforma dell'Eurozona formulati sia a livello istituzionale che accademico, il presente capitolo ha l'obiettivo di mettere ordine tra le tante proposte, individuando le caratteristiche fondamentali di una unione fiscale europea. Inoltre, questo e i prossimi paragrafi intendono fornire una valutazione della sostenibilità e auspicabilità del progetto di unione fiscale in ambito macroeconomico, politico e sociale.

Come emerso dal capitolo precedente, il concetto di unione fiscale genera ancora pareri discordanti, non tanto in merito alla sua desiderabilità, quanto riguardo alla sostenibilità e agli strumenti per realizzare questo progetto – e fino a che punto realizzarlo. Significativo, in questo senso, è l'apparente dualismo venutosi a creare tra i concetti di *risk sharing* e *risk reduction*. Da un lato, i sostenitori della necessità di un maggior grado di condivisione del rischio tra gli Stati membri dell'UEM promuovono l'introduzione di meccanismi di stabilizzazione fiscale a livello centrale. Dall'altro, invece, c'è chi sostiene la tesi secondo cui basta garantire una più diffusa e rigorosa disciplina di mercato, tramite una semplice semplificazione del Patto di Stabilità. Tuttavia, abbiamo già osservato come tale contrasto sia fittizio, e anzi i due concetti sopra menzionati siano, piuttosto, complementari (Bénassy-Quéré et al., 2018). Limitarsi a riformare i parametri fiscali del PSC – seppur per accrescerne semplicità e trasparenza – non sembra una scelta lungimirante, poiché in caso di shock macroeconomico su vasta scala si presenterebbero le stesse problematiche affrontate con la crisi del debito europeo. Dunque, un'adequata riforma dell'Eurozona dovrà necessariamente includere sia un sistema di *risk sharing* che strumenti di *risk reduction*.

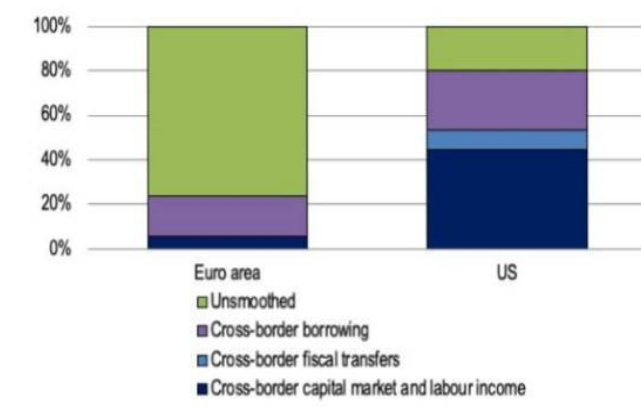
Inoltre, l'idea di completare l'unione finanziaria dell'UE – tramite l'approfondimento dell'unione bancaria e la creazione dell'Unione dei mercati di capitali – risulta godere di maggiore consenso sia tra gli eurocrati che nella comunità accademica. Condivide tale diffusa adesione la tesi della necessità di una riforma politica dell'UE e dell'UEM, che inevitabilmente dovrà passare per una semplificazione dei processi di *governance* e della struttura istituzionale stessa. Questi interventi, infatti, sono essenziali per il perseguimento di un'integrazione economica e politica adeguata a garantire la sostenibilità della futura unione fiscale europea.

Di conseguenza, una efficace riforma dell'Unione Economica e Monetaria europea, che sia orientata alla creazione di un'unione fiscale, dovrà rispettare determinate prerogative, includendo: a) una capacità fiscale comune; b) la semplificazione del Patto di Stabilità; c) il completamento dell'unione finanziaria; d) una riforma politica ed istituzionale.

a) Capacità fiscale comune

Introdurre uno o più strumenti di condivisione del rischio fiscale – una capacità fiscale comune, appunto – tra gli Stati membri dell'UEM avrebbe il grande vantaggio di fornire un meccanismo di

stabilizzazione macroeconomica che si andrebbe a sommare agli analoghi stabilizzatori nazionali. Infatti, “il *risk sharing* fiscale diversifica il rischio tra un gruppo di stati, mentre gli stabilizzatori automatici nazionali comportano solo un’autoassicurazione”⁶². Attualmente, inoltre, nell’area euro la distribuzione del rischio nel settore privato tramite flussi transfrontalieri di capitale e credito – sommata a l’assenza di strumenti fiscali comuni e alla natura incompleta dell’unione finanziaria – non basta ad affrontare ampi shock negativi. Ciò è chiaramente illustrato dalla Fig. 21, che confronta l’attuale composizione percentuale della condivisione transfrontaliera del rischio nell’Eurozona a quella degli Stati Uniti. Con uno strumento fiscale comune, invece, vi potrebbe essere un significativo miglioramento nei risultati della stabilizzazione macroeconomica (Strasky & Claveres, 2019).



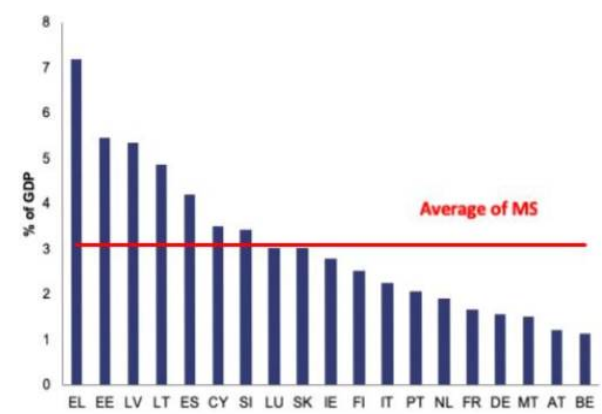
Source: Buti et al. (2016).

Fig. 21: *Composizione percentuale della condivisione transfrontaliera del rischio (UEM e USA)*

Tuttavia, le obiezioni all’introduzione di una capacità fiscale centrale si basano essenzialmente su quattro argomentazioni principali. In primo luogo, viene sottolineata la scarsa frequenza di ampi shock asimmetrici. Tuttavia, come evidenziato da Buti & Carnot (2018) e come illustrato dalla Fig. 22, i cicli economici nazionali non sono perfettamente correlati, e la loro ampiezza può variare in modo significativo. Le fluttuazioni cicliche nell’Eurozona sono il risultato di una componente comune (per il 60% circa) e di una idiosincratica (per il restante 40%). Dunque, è importante considerare la rilevanza degli andamenti ciclici asimmetrici – che non possono essere affrontati tramite la politica monetaria comune. In secondo luogo, una volta completata l’unione finanziaria, i meccanismi di distribuzione del rischio nel settore privato potrebbero essere già sufficienti per un’adeguata stabilizzazione. Tuttavia, una piena integrazione a livello finanziario – probabilmente raggiungibile solo nel lungo periodo – in tempi di acuta tensione dei mercati potrebbe svolgere una funzione di assorbimento degli shock la cui adeguatezza dipenderà dall’efficacia di una capacità fiscale comune (Buti & Carnot, 2018). Infine, uno strumento fiscale comune potrebbe fungere da incentivo al *moral hazard*. Tuttavia tale critica può essere superata – evitando anche il pericolo di trasferimenti permanenti –

⁶² Strasky & Claveres, 2019

attivando il meccanismo di stabilizzazione fiscale solo in caso di ampi shock macroeconomici e qualora gli Stati membri che ne siano interessati siano conformi ai requisiti di un Patto di Stabilità semplificato.



Source: AMECO database, authors' calculations.

Fig. 22: Deviazione standard degli output gap (in % del PIL). I cicli economici nazionali sono imperfettamente correlati.

Tre sono le principali configurazioni di una capacità fiscale comune con la funzione di stabilizzazione proposte sia in ambito istituzionale che accademico. Tale strumento di stabilizzazione potrebbe, infatti, assumere la forma di: 1) un budget comune dell'Eurozona; 2) un meccanismo di assicurazione contro la disoccupazione; 3) un *rainy-day fund*.

1) Budget comune dell'Eurozona

La prima possibile configurazione di una capacità fiscale centrale al livello dell'UEM è quella di un bilancio comune dell'Eurozona. Ritenendolo un progetto irrealizzabile, alcuni suggeriscono piuttosto di “completare l'unione bancaria e trasformare l'esistente Meccanismo Europeo di Stabilità in un Fondo Monetario Europeo (FME)”⁶³ che fornisca prestiti condizionali d'emergenza agli Stati membri in difficoltà economica. Tuttavia, Barbieri & Vallée (2017) sostengono l'insufficienza di tale soluzione, promuovendo piuttosto la creazione di un budget federale che affianchi l'unione monetaria. Quest'ultimo, infatti, potrebbe fungere da assicurazione fiscale nei confronti dell'unione bancaria e dell'Unione dei mercati di capitali, una volta completate. Inoltre, solo un bilancio così congeniato potrebbe fornire un'adeguata stabilizzazione fiscale, evitando situazioni di trappola della liquidità e permettendo una gestione comune e meno complessa del ciclo economico. Infine, un ultimo argomento in favore del bilancio federale è la possibilità che questo incoraggi la convergenza economica, garantendo una distribuzione più uniforme della capacità produttiva e degli investimenti tra gli Stati membri dell'UEM.

⁶³ Barbieri & Vallée, 2017

Secondo quanto sostenuto da Bénassy-Quéré et al. (2016) un bilancio corrispondente al 2% del PIL dell'Eurozona fornirebbe un effetto di stabilizzazione dell'1,5%. Nell'area euro, tuttavia, un budget comune avrebbe il solo obiettivo di garantire la stabilizzazione necessaria nei confronti di shock macroeconomici. In questo senso, anche un budget così ridotto può essere utile a produrre trasferimenti temporanei tra i membri dell'unione monetaria. Inoltre, un bilancio federale richiederebbe un gettito fiscale a livello europeo, accrescendo la responsabilità democratica e la trasparenza dell'attuale governance dell'UEM basata sul MES (Barbieri & Vallée, 2017).

2) Meccanismo di assicurazione contro la disoccupazione a livello europeo

In secondo luogo, l'introduzione di un sistema di assicurazione contro la disoccupazione rappresenta uno dei progetti di capacità fiscale per l'Eurozona più studiati. Le attuali differenze tra i tassi di disoccupazione degli Stati membri dell'UEM mostrano come i sistemi previdenziali nazionali reagiscano in modo diverso allo stesso shock macroeconomico (Bénassy-Quéré et al., 2016). Di conseguenza, sarebbe necessaria un'armonizzazione dei mercati del lavoro degli Stati membri dell'area euro. Il modo migliore per ottenere questo risultato e fornire l'Eurozona di un valido sistema di stabilizzazione fiscale, la creazione, dunque, di un *common unemployment insurance scheme* che agisca come un fondo di riassicurazione nei confronti degli analoghi sistemi a livello nazionale. In ultima analisi, tale strumento "aiuterebbe le economie dell'UEM ad emergere dalle crisi più rapidamente e più forti"⁶⁴.

Affinché il suddetto sistema funzioni correttamente, esso dovrebbe intervenire solo in gravi situazioni di recessione, per mitigare il rischio di *moral hazard*. Inoltre, esso dovrebbe allungare la durata dei sussidi di disoccupazione nazionali, e sarebbe cofinanziato dagli Stati membri dell'UEM. Nello specifico, tra gli altri, Strasky & Claveres (2019) propongono una doppia clausola di attivazione di questo sistema: un tasso di disoccupazione in aumento ed allo stesso tempo sopra alla media di lungo periodo. Gli Stati membri dell'UEM dovrebbero pagare contributi annuali pari al 0,1% del PIL nazionale, più un ulteriore 0,05% del PIL nazionale per ogni volta che lo stato ha beneficiato del fondo nei dieci anni precedenti – tuttavia, tali cifre variano a seconda degli autori delle proposte.

3) Rainy-day funds

Infine, un'ulteriore possibile configurazione di un sistema di stabilizzazione fiscale è rappresentata dal c.d. *rainy-day fund* – ovvero un fondo di emergenza. Tramite questo strumento,

⁶⁴ Buti et al., 2017

sarebbe possibile raccogliere periodicamente fondi utili ad ammortizzare ampi shock macroeconomici che potrebbero colpire uno o più membri dell'unione monetaria.

Secondo l'analisi di Thirion (2017), sarebbe opportuno costituire un *rainy-day fund* che fornisca un'assicurazione in caso di shock specifici per paese. Nello specifico, esso dovrebbe essere collegato ad indicatori della *performance* macroeconomica degli Stati membri, basati sugli *output gap* o, in alternativa, sul tasso di disoccupazione nazionale. In entrambi i casi, i trasferimenti fiscali andrebbero direttamente ai governi degli Stati membri interessati dalla fase di recessione – a differenza dei sistemi di assicurazione contro la disoccupazione proposti.

b) Semplificazione del Patto di Stabilità

In secondo luogo, è da tempo accettata all'unanimità l'opinione secondo cui il Patto di Stabilità e Crescita, così come riformato tra il 2011 ed il 2013, costituisca un sistema di norme fiscali eccessivamente complesso e di conseguenza poco trasparente. Queste caratteristiche finiscono inevitabilmente per contrastare l'efficacia di tali regole, finendo per provocare effetti collaterali sia a livello economico che a livello politico – la loro impopolarità, infatti, è all'origine dell'ascesa dei populistici euroscettici.

Come contrastare tale tendenza? Operare una semplificazione dei parametri fiscali di Maastricht e delle modifiche introdotte da Six pack, Fiscal Compact e Two pack sembra una prerogativa imprescindibile per la futura riforma dell'Eurozona. Tra le varie proposte avanzate in merito, spicca certamente la già citata regola di spesa (Darvas et al., 2018; Bénassy-Quéré et al., 2018). Questa norma consiste nell'introduzione di un tetto di spesa a cui Stati membri dell'UEM dovranno conformarsi. Nello specifico, è necessario che le spese nominali non crescano più rapidamente del reddito nominale di lungo periodo, e che prosperino ad un ritmo più lento nei paesi con un livello di debito pubblico superiore al 60% del PIL nazionale (Darvas et al., 2018). Inoltre, ogni Stato membro oltre la suddetta soglia dovrà formulare annualmente e seguire un obiettivo di riduzione del debito di medio periodo – ad esempio di cinque anni – che necessiterà dell'approvazione di Commissione e Consiglio.

c) Completamento dell'unione finanziaria

La creazione di un'unione fiscale europea dovrà passare anche per il completamento dell'unione finanziaria. Un sistema finanziario integrato ed efficiente, infatti, risulta essenziale per la futura stabilità dell'UEM. Sebbene questo settore dell'Eurozona abbia visto significativi sviluppi negli ultimi anni, è necessario approfondire ulteriormente il suo processo di integrazione, accrescendo in particolar modo il grado di condivisione del rischio finanziario tra gli Stati membri.

Innanzitutto, dopo la creazione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo di risoluzione unico, è il momento di completare l'unione bancaria tramite l'introduzione di due ulteriori elementi fondamentali: "il dispositivo di sostegno comune di bilancio per il Fondo di risoluzione unico e il sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS)"⁶⁵. Mentre il primo di questi strumenti ha l'obiettivo di rendere credibile ed efficace la risoluzione delle crisi bancarie, il secondo assicurerebbe una migliore e più estesa protezione dei risparmi nell'UEM. Tuttavia, lo scopo fondamentale e comune dei progetti di completamento dell'unione bancaria è quello di sciogliere il residuo legame tra le banche nazionali e le finanze pubbliche dello stato. La maggiore diversificazione dei portafogli bancari dovrà essere inoltre perseguita anche tramite i c.d. titoli garantiti da obbligazioni sovrane – in inglese *sovereign bond-backed securities* (SBBS).

In secondo luogo, completare l'unione finanziaria vuol dire progredire ulteriormente nell'ambito della realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali. Tale strumento fornirebbe "fonti sostenibili e diversificate di finanziamento per famiglie ed imprese"⁶⁶, aumentando la condivisione del rischio nel settore privato e la solidità del settore finanziario nel suo complesso. Per realizzare questo elemento dell'unione finanziaria, è altresì essenziale introdurre un meccanismo di sorveglianza maggiormente integrato che assicuri l'attuazione coordinata di norme a livello finanziario.

Inoltre, l'assenza di una c.d. *attività sicura europea* determina, insieme alla struttura del mercato dei titoli di stato e alla già menzionata esposizione delle banche al debito sovrano nazionale, l'attuale diffusa volatilità dei mercati. È dunque necessario intervenire per riformare la struttura del mercato obbligazionario europeo, tramite la creazione – nel medio periodo – di un'attività sicura europea, appunto. Quest'ultimo elemento dell'unione finanziaria metterebbe i governi europei nelle condizioni di finanziarsi ad un costo ragionevole e con un costante accesso ai mercati, incentivando anche l'attuazione di solide politiche fiscali. Un'attività sicura europea dovrebbe essere considerata estremamente sicura e dovrebbe consentire agli investitori di stabilire facilmente un prezzo, grazie alla sua trasparenza strutturale ed alla presenza del minor grado di rischio possibile. L'obiettivo è dunque quello di "rendere l'attività sicura europea il titolo di riferimento a fini di garanzia e liquidità nell'Eurozona, e di incontrare la domanda globale"⁶⁷.

La Fig. 23 illustra le varie proposte formulate in merito ed il loro collocamento rispetto al confronto tra maggiore stabilità e condivisione della governance, e maggiore disciplina di mercato. Tra queste proposte spicca certamente il progetto di creazione degli Eurobond (De Grauwe & Moesen, 2009) e dei Blue-Red bond (Delpla & Von Weizsacken, 2010).

⁶⁵ Commissione Europea, 2017

⁶⁶ Commissione Europea, 2017

⁶⁷ Buti et al., 2017

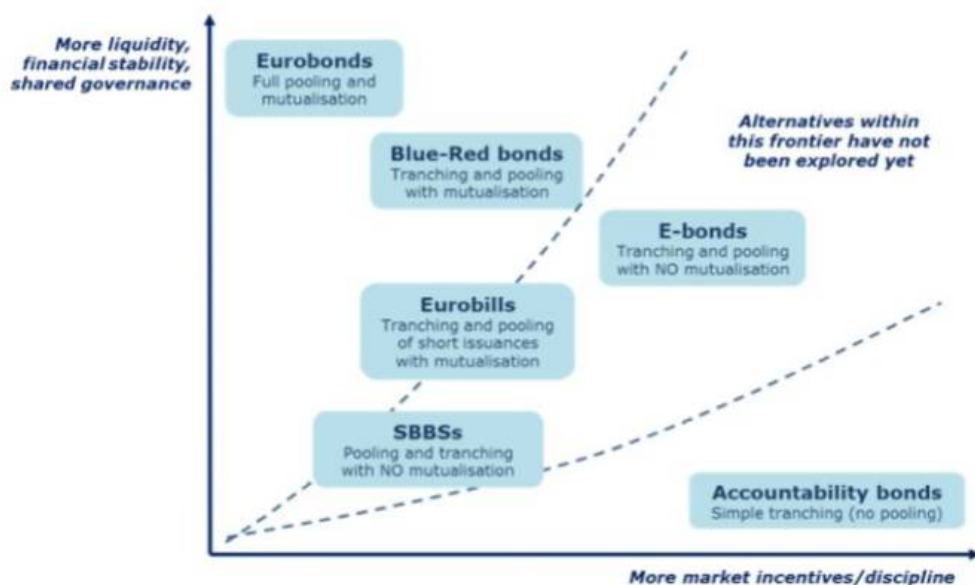


Fig. 23: Le principali proposte di nuove possibili forme di attività sicure europee.

d) Riforma politica ed istituzionale

Infine, è opinione ampiamente condivisa quella secondo cui è essenziale riformare le istituzioni dell'Unione Europea e dell'Eurozona per uscire dall'attuale situazione di stallo, in cui risulta difficile operare un significativo e decisivo passo avanti nel processo di integrazione europea. Delatte (2018), tra gli altri, sostiene che il presente “problema di coordinamento richiede di riformare la *governance* politica dell'UE, piuttosto che limitarsi alla *governance* economica”⁶⁸. Il conflitto di interessi tra paesi creditori e paesi debitori indebolisce l'Unione Economica e Monetaria e rende di conseguenza l'euro più vulnerabile agli shock esterni. È dunque necessario basare maggiormente il processo decisionale dell'Europa sui criteri di coordinamento e rappresentanza democratica.

Ovviamente molte sono le idee di riforma politica delle istituzioni europee. Tuttavia, tra i progetti di maggiore spessore è opportuno annoverare sicuramente quelli proposti dal 7+7 Report. Essenzialmente, la riforma politica dovrebbe basarsi su tre cardini: 1) la separazione tra gli organi di sorveglianza e gli organi di formulazione delle decisioni politiche; 2) la riforma del Meccanismo di Stabilità Europeo in termini di maggiore responsabilità politica – in linea con la proposta della Commissione Europea (2017) di trasformare il MES in un Fondo Monetario Europeo (FME); 3) il rafforzamento dei consigli fiscali nazionali.

Inoltre, interessante è la proposta di Delatte (2018) di creare una seconda camera parlamentare a livello europeo costituita da membri eletti dai parlamenti nazionali. Lo sforzo di rafforzare la responsabilità politica

⁶⁸ Delatte, 2018

e democratica sarebbe certamente utile a restaurare la legittimità delle istituzioni europee e a superare il presente impasse politico.

3.2 Analisi politica dell'introduzione dell'unione fiscale

Dotare l'Unione Economica e Monetaria europea di una parallela unione fiscale ha importanti risvolti non solo a livello economico, bensì anche a livello politico. È impensabile, dunque, scindere i due settori omettendo considerazioni di carattere politico inerenti alla sostenibilità, alla desiderabilità e agli effetti che l'unione fiscale avrebbe sull'Eurozona nel suo insieme. Politica ed economia risultano, in questo senso, direttamente correlate, di modo che un'analisi esclusivamente macroeconomica degli argomenti a favore e della possibile configurazione della riforma dell'Eurozona sarebbe incompleta. Il presente paragrafo, di conseguenza, è dedicato a delineare il profilo politico dell'unione fiscale europea, nonché l'attuale possibilità della sua implementazione nel presente contesto sociale e politico europeo.

Come ripetuto più volte nel corso del presente elaborato, dopo la crisi del debito sovrano europeo e la successiva ripresa economica, l'attuale diffusa percezione del “fallimento dell'euro” (Feldstein, 2012) e della “degenerazione dell'UEM” (Ferguson, Kotlikoff, 2000) è dovuta forse più a ragioni politiche che a cause macroeconomiche. Nonostante la robusta ripresa economica cui stiamo assistendo negli ultimi anni, la tensione politica – specialmente all'interno della zona euro – rimane tuttora alta. Per comprendere la causa di questo fenomeno, occorre fare riferimento essenzialmente a tre processi. In primo luogo, le pesanti misure di austerità fiscale cui sono stati sottoposti gli Stati membri dell'UEM maggiormente colpiti dalla crisi ha avuto gravi effetti a livello sociale. Questi stessi effetti di conseguenza hanno contribuito a far decrescere la fiducia nelle istituzioni europee soprattutto – ma non solo (vedi Brexit) – negli stati dell'Europa mediterranea, favorendo in ultima analisi l'impressionante ascesa della corrente politica populista ed euroscettica. Partiti che fanno della dialettica antieuropeista il proprio cavallo di battaglia riscuotono una sempre maggiore popolarità in particolar modo nelle fasce sociali apparentemente dimenticate dal processo di integrazione europea. È proprio questa – semplicistica – identificazione tra l'Unione Europea e i tagli alla spesa pubblica ad aver alimentato la crisi dell'euro anche dopo la fine della crisi economica. In secondo luogo, le istituzioni europee sono percepite – probabilmente a ragione – come eccessivamente lontane dal cittadino europeo, e dunque prive dell'adeguata legittimità democratica per poter operare un'ampia riforma dell'Eurozona, come quella necessaria attualmente. I cittadini degli Stati membri dell'UE possono votare per la composizione del Parlamento europeo, i cui componenti eleggono il Presidente della Commissione. Tuttavia, spesso le elezioni europee vengono “nazionalizzate”, ovvero si considerano esclusivamente gli effetti nell'ambito dei rapporti di forza tra i movimenti politici nazionali – e non la futura *governance* europea – quali effetto delle stesse. Infine, è importante notare come il dibattito politico nell'ambito dell'area euro sia fortemente influenzato dal conflitto di interessi tra Stati membri economicamente sani e Stati membri più inclini ad essere vittime da uno

shock asimmetrico. Questa situazione di stallo si traduce in una sempre maggiore difficoltà di coordinamento tra i vari membri delle istituzioni europee e tra le istituzioni stesse, che dunque non sono in grado di attuare la necessaria riforma dell'Eurozona, quantomeno non senza ampi compromessi che ne attenuerebbero la portata. Proprio per questo motivo, accanto all'integrazione finanziaria e fiscale, la terza strada da percorrere per rendere più efficiente l'UEM è quella dell'integrazione politica, riformando le istituzioni che governano l'Eurozona e l'UE più in generale.

Di fatto, attuare una riforma significativa introducendo un'unione fiscale composta da elementi quali quelli descritti tra il precedente e il presente capitolo appare, attualmente, un'ipotesi non praticabile. Come abbiamo visto, a livello sociale e politico il progetto di unione fiscale dell'Eurozona non gode di grande popolarità, principalmente a causa della dialettica sovranista da un lato e del conflitto di interessi tra i governi degli Stati membri. Un'unione fiscale comporta una maggiore integrazione in termini politici, poiché sarebbe essenziale istituire, nel suo ambito, strumenti che assicurino un forte coordinamento delle politiche fiscali degli Stati membri dell'UEM, anche in materia di tassazione e spesa. Probabilmente, dopo la crisi del debito sovrano, gli stati europei non sono pronti a condividere la propria sovranità tra loro, nonostante la chiara auspicabilità della realizzazione del progetto in termini macroeconomici. Di conseguenza, è probabile che tale risultato – o più verosimilmente una semplice soluzione compromissoria – venga raggiunto solo nel lungo termine. Tuttavia, ciò dipenderà essenzialmente dalle politiche che la nuova Commissione Europea intraprenderà dopo le elezioni del 23-26 maggio 2019.

I risultati di queste ultime elezioni – la Fig. 24 illustra la nuova composizione del Parlamento europeo – fanno riflettere, e a partire da questi è possibile provare a delineare il futuro del progetto di unione fiscale dell'Eurozona, il quale dovrà necessariamente essere avviato in modo definitivo durante la legislatura appena iniziata. Da un lato, notiamo una grande crescita dell'affluenza alle urne – fattore questo che segnala una maggiore importanza data al voto da parte dei cittadini europei. Dall'altro, tale voto stravolge nettamente il panorama partitico europeo: infatti i socialisti ed i popolari, insieme, non sono riusciti ad ottenere la maggioranza dei seggi del Parlamento europeo. Ciò per via dell'ascesa di nuovi fronti politici, quali i Verdi e soprattutto le destre sovraniste ed antieuropeiste. Il confronto politico fondamentale, dunque, risulta essere tra europeisti e sovranisti, piuttosto che tra sinistra e destra.

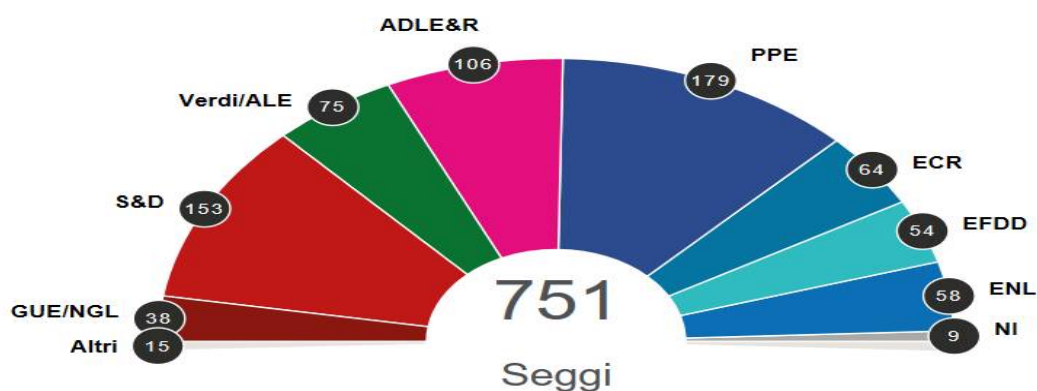


Fig. 24: *La nuova composizione del Parlamento europeo dopo le elezioni di fine maggio 2019.*

Cosa comporta ciò in termini di riforma dell'Eurozona? Dalla maggioranza che verrà a formarsi in Parlamento dipende il futuro di tale progetto. La probabile – ed eterogenea – alleanza tra socialisti, popolari e liberali sembra che possa arginare le forze sovraniste – contrarie alla condivisione di sovranità a livello sovranazionale. Tuttavia, per comprendere se l'Unione Europea e l'UEM usciranno dallo stallo attuale, sarà necessario attendere la nomina del futuro Presidente della Commissione, carica correntemente in bilico tra il socialista Timmermans ed il popolare Weber. Di fatto, stiamo attraversando un momento decisivo per il futuro e per la riforma dell'Eurozona.

3.3 Convenienza economica, diffidenza politica

Per concludere, possiamo affermare che la creazione di un'unione fiscale nell'Eurozona, che vada ad affiancare l'Unione Economica e Monetaria, rappresenta certamente un progetto auspicabile in termini macroeconomici, ma difficilmente realizzabile da un punto di vista politico, attualmente. Una completa riforma dell'Eurozona, così come delineata e giustificata nel corso della presente trattazione, è necessaria per assicurare un futuro alla moneta unica e dare nuovo slancio al processo di integrazione europea. Solo una progressivamente maggiore condivisione del rischio e della sovranità può rilanciare il progetto europeo.

Sarà dunque compito della prossima Commissione Europea superare la generale diffidenza politica riguardo alla creazione dell'unione fiscale e attuare gli elementi che la dovranno necessariamente caratterizzare. Per fare questo, sarà prima essenziale incrementare qualitativamente e quantitativamente il dialogo politico tra gli Stati membri dell'UEM, ma soprattutto avvicinare sempre di più le istituzioni europee alle istanze della popolazione. Ottenere il consenso della maggioranza dei cittadini europei, infatti, ha un'importanza fondamentale per la realizzazione del progetto.

Solo una volta superato tale impasse, sarà possibile attuare una significativa semplificazione del Patto di Stabilità e dotare l'UEM di adeguati strumenti di stabilizzazione fiscale comune. Condividere la sovranità significa, in ultima analisi, dotare l'autorità politica centrale della capacità di: 1) operare quale generatore di fiducia e stabilità dei mercati; 2) fornire una solida regolamentazione del rischio finanziario; 3) creare meccanismi di redistribuzione fiscale e di correzione degli squilibri macroeconomici; 4) creare il necessario sistema di solidarietà politica, fondamentale per superare le fasi di recessione.⁶⁹

⁶⁹ McNamara, K. R. (12 gennaio 2018). *The Euro in Decline?* The Foreign Affairs. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.foreignaffairs.com/articles/2018-01-12/euro-decline>

CONCLUSIONI

Con la presente analisi, per quanto parziale ed incompleta, si è voluto approfondire un argomento credo poco trattato nell'ambito accademico italiano. Non è un caso, a mio avviso, che la quasi totalità delle fonti reperite siano redatte in lingua inglese. Grazie all'opportunità di studiare all'estero, ho avuto modo di trattare tale dibattito da un punto di vista "esterno", in maniera più obiettiva e specifica di quanto non sia stato trattato nel corso dei due anni precedenti della mia carriera accademica. Tuttavia, è bene sottolineare l'importanza di questo tema per il futuro delle istituzioni europee. Spesso si parla astrattamente di una riforma dell'Eurozona, senza darvi il giusto peso e senza mettere in evidenza il ruolo decisivo che la creazione di una unione fiscale europea avrebbe in questo senso. Dalla sua introduzione e dal completamento dell'UEM dipende non solo il futuro politico ed economico dell'Europa ma anche, in ultima analisi, il benessere sociale dei suoi cittadini.

L'attuale struttura dell'Unione Economica e Monetaria europea è caratterizzata da alcune lacune fondamentali che hanno favorito lo scoppio della crisi del debito sovrano sul finire del 2009 e ne hanno accresciuto la durata e gli effetti. I difetti principali dell'UEM, infatti, risultano essere: 1) l'eccessiva complessità e la scarsa trasparenza delle sue norme fiscali; 2) l'erronea stima di determinati parametri utili ad orientare le politiche fiscali degli Stati membri; 3) la pro-ciclicità della politica fiscale a livello europeo; 4) l'assenza di un budget comune sufficientemente sviluppato; 5) la mancanza di un adeguato meccanismo di attuazione delle norme del Patto di Stabilità.

La creazione di una unione fiscale a livello europeo contribuirebbe a correggere tali vizi della struttura dell'UEM, ma soprattutto garantirebbe un sostanziale allineamento delle politiche fiscali nazionali, ed anzi la loro sostituzione con una politica fiscale comune. Ciò risolverebbe gli squilibri economici tra gli Stati membri dell'UE, e di fatto si eviterebbero nuove pesanti ripercussioni a livello sociale in caso di shock asimmetrici. I suoi elementi fondanti dovrebbero rappresentare sia le istanze di *risk sharing* che quelle di *risk reduction*. Per questo, una futura unione fiscale europea dovrebbe essere costituita da: a) una capacità fiscale comune; b) la semplificazione del Patto di Stabilità; c) il completamento dell'unione finanziaria e bancaria; d) una riforma a livello istituzionale.

Tuttavia, un'unione fiscale nell'Eurozona, sebbene rappresenti certamente un progetto auspicabile in termini macroeconomici, risulta difficilmente realizzabile dal punto di vista politico, quantomeno attualmente. A causa dei disastrosi effetti sociali delle politiche di *austerità* e della conseguente primavera dell'euroscetticismo, sarà molto complicato attuare – nel prossimo futuro – una significativa riforma dell'Eurozona senza che questa venga additata come un attentato alle istituzioni democratiche nazionali e alla volontà dei cittadini europei.

BIBLIOGRAFIA

(monografie, letteratura grigia, articoli di quotidiani e documenti online)

- Baratta, R. (2017). *Lezioni di Diritto dell'Unione Europea*. Roma: Luiss University Press.
- Bastasin, C. (2019). *Il trattato franco-tedesco: segno di forza o di debolezza?* Policy Brief, Luiss School of European Political Economy.
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., et al. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. Policy insight n° 91, CEPR.
- Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel.
- Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel.
- Di Gaspare, G. (2011). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. Trento: CEDAM.
- European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels.
- European Fiscal Board (2018). *Annual Report*. Brussels.
- European Stability Mechanism (2017). *EFSS/ESM Financial Assistance: Evaluation Report*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- Feldstein, M. (2012). *The Failure of the Euro*. January/February 2012 issue, The Foreign Affairs.
- Ferguson, N., Kotlikoff, L. J. (2000). *The Degeneration of EMU*. March/April 2000 issue, The Foreign Affairs.
- Juncker, J. C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., Schulz, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. European Commission.
- Pisani-Ferry, J. (2018). *Euro area reform: An anatomy of the debate*. Policy insight n° 95, CEPR.
- Thirion, J. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*. Working document n° 2017/01, CEPS.
- Van Rompuy, H., Barroso, J. M., Juncker, J. C., Draghi, M. (2012). *Towards a genuine economic and monetary union*. European Commission.

SITOGRAFIA

Aarden, T., Hanson, J., Heijdra, M., van Dijk, T. (30 novembre 2018). *A more stable EMU does not require a central fiscal capacity*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/more-stable-emu-does-not-require-central-fiscal-capacity> .

Barbieri, P., Vallée, S. (26 settembre 2017). *A Fiscal Union for the Eurozone: The Only Way to Save the EU*. The Foreign Affairs. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/2017-09-26/fiscal-union-eurozone> .

Beetsma, R., Cugnasca, A., Eliafotou, P., Orseau, E., Santacroce, S., Thygesen, N. (26 ottobre 2018). *Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board> .

Berger, H., Dell’Ariccia, G., Obstfeld, M. (21 febbraio 2018). *The Euro Area Needs a Fiscal Union*. IMF Blog. Tratto il 8/06/2019, da <https://blogs.imf.org/2018/02/21/the-euro-area-needs-a-fiscal-union/> .

Buti, M., Carnot, N. (7 dicembre 2018). *The case for a central fiscal capacity in EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/case-central-fiscal-capacity-emu> .

Buti, M., Deroose S., Giudice, G., Leandro, J. (13 luglio 2017). *Completing EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/completing-emu> .

Claveres, G., Strasky, J. (28 gennaio 2019). *A European fiscal capacity can avoid permanent transfers and improve stabilisation*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/european-fiscal-capacity-can-avoid-permanent-transfers-and-improve-stabilisation> .

Delatte, A. L. (23 ottobre 2018). *Fixing the euro needs to go beyond economics*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/fixing-euro-needs-go-beyond-economics> .

Feld, L. (31 luglio 2018). *Whither a fiscal capacity in EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/whither-fiscal-capacity-emu> .

Feld, L., Schmidt, C., Schnabel, I., Wieland, V. (12 settembre, 2018). *Refocusing the European fiscal framework*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/refocusing-european-fiscal-framework> .

Krugman, P. (12 gennaio 2011). *Can Europe Be Saved?* The New York Times Magazine. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html> .

McNamara, K. R. (12 gennaio 2018). *The Euro in Decline?* The Foreign Affairs. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.foreignaffairs.com/articles/2018-01-12/euro-decline> .

Newman, A. (1° maggio 2012). *Austerity and the End of the European Model: How Neoliberals Captured the Continent.* The Foreign Affairs. Tratto il 9/06/2019, da <https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/2012-05-01/austerity-and-end-european-model> .

Rogoff, K. (16 giugno 2017). *The Eurozone Must Reform or Die.* The Guardian. Tratto il 8/06/2019, da <https://www.theguardian.com/business/2017/jun/16/the-eurozone-must-reform-or-die-merkel-macron> .

Woods, N. (gennaio/febbraio 2016). *The European Disunion: How the Continent Lost Its Way.* The Foreign Affairs. Tratto il 9/06/2019, da <https://www.foreignaffairs.com/reviews/2015-12-14/european-disunion> .

FIGURE E TABELLE

Fig. 1a, 1b : tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 2: tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 3: tratto da <https://crisisobs.gr/2018/10/gdp-up-by-0-2-in-the-euro-area-and-by-0-3-the-eu28/> il 12/06/2019.

Fig. 4: tratto da <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/07/high-unemployment-and-disinflation-in-the-euro-area-periphery-countries.html> il 12/06/2019.

Fig. 5: tratto da <https://policonomics.com/lp-open-economy-is-lm/> il 12/06/2019.

Fig. 6a: tratto da https://www.okpedia.it/politica_monetaria_espansiva il 12/06/2019.

Fig. 6b: tratto da https://www.okpedia.it/politica_monetaria_restrittiva il 12/06/2019.

Fig. 7a: tratto da https://www.okpedia.it/politica_fiscale_espansiva il 12/06/2019.

Fig. 7b: tratto da https://www.okpedia.it/politica_fiscale_restrittiva il 12/06/2019.

Fig. 8: tratto da https://www.okpedia.it/politica_fiscale_secondo_i_keynesiani il 12/06/2019.

Fig. 9a, 9b: tratto da <https://www.okpedia.it/spiazzamento> il 12/06/2019.

Fig. 10a, 10b: tratto da <http://slideplayer.com/slide/6983589/> il 12/06/2019.

Fig. 11: tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 12: tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 13: tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 14: tratto da: “European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels” il 12/06/2019.

Fig. 15: tratto da: “European Stability Mechanism (2017). *EFSF/ESM Financial Assistance: Evaluation Report*. Luxembourg: Publications Office of the European Union” il 12/06/2019.

Fig. 16: tratto da: “Beetsma, R., Cugnasca, A., Eliafotou, P., Orseau, E., Santacroce, S., Thygesen, N. (26 ottobre 2018). *Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-proposal-european-fiscal-board> ” il 12/06/2019.

Fig. 17: tratto da: “Darvas, Z., Martin, P., Ragot, X. (2018). *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy contribution, issue n° 18, Bruegel” il 12/06/2019.

Fig. 18: tratto da: “Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel” il 12/06/2019.

Fig. 19: tratto da: “Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G. B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?* Policy contribution, issue n° 2016/05, Bruegel” il 12/06/2019.

Fig. 20: tratto da: Pisani-Ferry, J. (2018). *Euro area reform: An anatomy of the debate*. Policy insight n° 95, CEPR” il 13/06/19.

Fig. 21: tratto da: “Buti, M., Carnot, N. (7 dicembre 2018). *The case for a central fiscal capacity in EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/case-central-fiscal-capacity-emu> .” il 13/06/2019.

Fig. 22: tratto da: “Buti, M., Carnot, N. (7 dicembre 2018). *The case for a central fiscal capacity in EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/case-central-fiscal-capacity-emu> .” il 13/06/2019.

Fig. 23: tratto da: “Buti, M., Deroose S., Giudice, G., Leandro, J. (13 luglio 2017). *Completing EMU*. VOX, CEPR Policy Portal. Tratto il 8/06/2019, da <https://voxeu.org/article/completing-emu> .” il 13/06/2019.

Fig. 24: tratto da <https://www.elezioni-europee.eu/risultati-elettorali> il 13/06/19.

ABSTRACT

The European Economic and Monetary Union (EMU) is undoubtedly the brightest and the most tangible result of the European integration process, which began with the Treaty of Rome, signed in 1957. Today, 27 years after the signing of the Maastricht treaty – which set EMU's political and economic requirements –, the euro is the currency used daily by approximately 340 million citizens living in 19 European states. Moreover, in these years the euro has become the second most used currency worldwide, and – once Brexit will be completed – the Eurozone countries' economies will represent 85% of the aggregate GDP of EU Member States. Therefore, EMU is likely to play an increasingly important role for the future of EU and it is crucial to guarantee its best functioning.

The introduction of the common currency has surely brought many advantages in the social and economic fields. The quality of life enjoyed by European citizens is no longer affected by high rates of inflation – which quickly conformed to ECB's benchmark of 2% – and by exchange rate volatility. Furthermore, European companies saved a remarkable amount of time and money, thanks to the absence of exchange rate risks and of fees on financial transactions within the euro area. Lastly, low interest rates granted to European companies and households easy access to cheap credit: it is estimated that EMU Member States saved about €50 billion on interest rates annually. Hence, it is important to highlight the great results that the common currency helped to achieve in the last two decades. Despite the rise of populist and Eurosceptic political parties, in fact, the support for EMU and for the euro is still very high – equal to 72% of the citizens in 2017, according to European Commission data.

However, in the last decade – in correspondence with the outbreak of the European sovereign debt crisis and its severe social implications owing to austerity measures – the debate on how to reform the euro area has grown significantly, both quantitatively and qualitatively. Twenty years after the euro's introduction, Economic and Monetary Union seems to be at a stalemate: given the EMU's structural flaws, eurocrats are aware that “the *status quo* is probably not sustainable”⁷⁰ and that “there must be either greater fiscal integration or a break-up”⁷¹, as Kenneth Rogoff pointed out. Furthermore, the economic recovery – and the consequent optimism – experienced in the last few years may have changed the perception of the urgent need for a structural reform of the institutions governing the euro.

⁷⁰ Rogoff, K. (2017). *The eurozone must reform or die*. The Guardian.

⁷¹ Rogoff, K. (2017). *The eurozone must reform or die*. The Guardian.

The European sovereign debt crisis – which broke out in 2009 – marked the beginning of an intense period of reform within the European fiscal framework. The financial and fiscal crisis, in fact, compelled EMU institutions to urgently adopt specific measures aimed at achieving two main objectives. On the one hand, the European Financial Stability Facility (EFSF) and the subsequent European Stability Mechanism (ESM) were created in order to ensure the existence of a fiscal backstop designed to deal with the systemic risk of the euro area. On the other hand, measures like *Six pack*, *Fiscal Compact* and *Two pack*, besides improving the governance of the euro area, carried out the task of strengthening the discipline of national fiscal policies as well as their coordination. Eurocrats reacted to the crisis thorough a large revision of EMU fiscal and financial rules, delivering about 40 pieces of legislation from 2009 to 2017. However, the current fiscal framework is the result of numerous reforms over the years, and this led its rules to become increasingly complex and non-transparent, progressively losing popularity. While it is true that these reforms helped EMU Member States to normalize their economic situation, probably they are not enough to ensure the future stability needed by the euro area.

The current situation has led some economists to declare “the failure of the euro” (Feldstein, 2012). The euro area, in fact, is suffering the unavoidable consequences of imposing a common currency on a very heterogeneous group of countries. However, such a failure had already been foreseen in 2000 by Niall Ferguson and Laurence J. Kotlikoff, who warned eurocrats against the upcoming fiscal “degeneration of the EMU”. Compliance with Maastricht’s convergence criteria – easily subject to manipulation, as Italian example shows – does not automatically imply the financial and fiscal well-being of a country. Moreover, the management of the common currency and the implementation of the common monetary policy are not totally efficient, since European countries still have responsibility for their own fiscal policies. This asymmetry between monetary and fiscal policy has caused several problems to the performance of the EMU and to its responsiveness to the recent crisis. Ultimately, the lack of sovereign control of monetary policy – which would enable countries to manage, for example, the rate of inflation –, as well as the no bailout rule, the lack of a legal precedent for withdrawal from the EMU and the poor political union among Member States are the main factors that require the creation of a central fiscal union in Europe. Nowadays, Eurozone members have to deal daily with:

- 1) the excessive complexity and lack of transparency of SGP’s fiscal rules;
- 2) incorrect estimates of indicators like the output gaps, which are useful to guide their national fiscal policies;
- 3) the procyclical nature of the European fiscal policy;
- 4) the absence of an adequate budget of EMU;
- 5) the lack of a proper mechanism of enforcement of the existing fiscal rules.

Most of the reform projects differ precisely in regard to the proposal to create a European fiscal union. Reforming the current fiscal framework through greater mutualization of political and economic sovereignty seems the best – as well as the most dramatic – option to solve EMU’s imperfections. Creating a fiscal union matching the existing monetary union could avoid the negative consequences of significant asymmetric shocks. Moreover, it could put an end to the negative externalities of national fiscal policies, and it could contribute to synchronizing member states’ business cycles and to reducing the burden of national debts by eliminating non-cooperative fiscal policies. The euro area surely needs a systemic reform involving the banking, financial and institutional sectors of EMU in order to correct the abovementioned flaws, but more urgently the Economic and Monetary Union should be complemented by a fiscal union, consisting of a central political organization with power of implementing a common fiscal policy in EMU Member States. Only by doing so, rather than through rules of fiscal discipline, it would be possible to avoid an extreme accumulation of public debt and unsustainable levels of public expenditure. However, so far European political leaders apparently have avoided to discuss and implement the most controversial points of this desirable reform. Decisions in this field are so difficult to be taken because of the conflict of interests between debtor and creditor countries, as well as because of the different perception of the need of a fiscal union among European governments. In the final analysis, the creation of the fiscal union would represent a fundamental step towards the realisation of a complete political union – the so-called United States of Europe – as well as towards a more efficient and competitive European economy.

Much of the debate on the European fiscal union relies on the clash between proposals of tools aimed at achieving a better *risk sharing* and proposals of new fiscal rules aimed at ensuring significant *risk reduction*. On the one hand, the first set of proposals, which involves further mutualization of political and economic sovereignty, consists in projects to establish a common fiscal capacity – which would be constituted by either a common budget of EMU, an unemployment insurance mechanism or a “rainy-day fund” – and to complete the financial and banking unions. On the other hand, *risk reduction* can be achieved through a reform – in order to obtain a simplification as well as a stricter enforcement – of the Stability and Growth Pact. However, as the authors of the “7+7 Report”⁷² pointed out, a proper reform of the euro area should take account of both views and implement elements of *risk sharing* as well as *market discipline*. Such a compromise would reconcile the advocates of these two options, stressing their complementarity rather than their opposition. Likewise, many academics highlight the need for a political and institutional reform of EMU and EU: their bodies should ensure greater democratic accountability and consider more closely European citizens’ instances, either through the strengthening of national fiscal councils or through the election of a second European parliamentary chamber.

⁷² Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., et al. (2018).

Ultimately, the aim of this thesis is firstly to introduce the debate on the reform of EMU and to identify and evaluate the advantages and the disadvantages of the creation of the European fiscal union (Chapter 1). Secondly, it focuses on its possible configurations as proposed by some influential academics – among which stand out the proposals by Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff (2016), Thirion (2017), the “7+7 Report” (2018) and Darvas, Martin, Ragot (2018) – and European institutions – such as the *Four Presidents’ Report* (2012), the *Five Presidents’ Report* (2015), the *Commission’s Reflection Paper* (2017) and the *European Fiscal Board’s Annual Report* of 2018 – (Chapter 2). Lastly, it outlines the economic and political profiles of such a fiscal union (Chapter 3). In essence, this thesis tries to answer the following questions:

- what are the main flaws of the current EMU structure? ;
- is the creation of a fiscal union among its member states desirable? ;
- if so, how should it be structured? ;
- and, lastly, how could its potential negative side effects be avoided?

I strongly believe that it is essential to highlight the importance of this topic for the future of European institutions. There is often abstract talk of reforming the euro area, without giving due weight to its importance, and without underlining the crucial role that the fiscal union would have in such a reform. As a result, European citizens are not fully aware of the urgency of such a reform for the continuation of the European project. Therefore, the political and economic future of Europe, as well as the social welfare of its citizens, depend on the implementation of fiscal union and on the completion of EMU: the creation of such a fiscal union is strongly required, otherwise the European common currency will have to continue to struggle against the current centrifugal forces.

2019 is a crucial year for understanding the future fiscal and institutional framework of the European Union. The European Parliament elections held in May and the renewal of the European Commission in November are factors likely to influence the scale and shape the implementation of such a reform. During the next parliamentary term, in fact, fundamental decisions about the future of the euro area will have to be taken. The composition of the parliamentary majority – which is likely to be the result of the alliance among Social Democrats (S&D), Liberal Democrats (ALDE) and Conservative People’s Party (EPP) – and the choice of the next President of the European Commission will determine the outcome of the current debate.

However, the political prospects are not excellent, and the Aachen Treaty – signed by France and Germany in January 2019 – seems to confirm this view. The surprising absence of European themes represents a step backwards compared to the Meseberg Declaration of July 2018 which highlighted the need for stronger fiscal integration in Europe. Therefore, the latest Franco-German treaty is a sign of weakness on the part of the major players with regard to European integration. Although it is a desirable project in macroeconomic terms, a fiscal union in the euro area seems at present to be a remote prospect, from a political perspective.

Because of the disastrous social effects of austerity measures and of the subsequent diffusion of Euroscepticism all over European countries, it will be very difficult to implement – in the near future – a significant reform of the euro area while avoiding allegations of being anti-democratic. Will the European institutions be able to overcome this political deadlock and to take advantage of the current vigorous academic debate, in order to finally reform the Economic and Monetary Union?