

**Dipartimento  
di Scienze politiche**

Cattedra Economia Pubblica

**L'EVOLUZIONE DELLA GOVERNANCE ECONOMICA EUROPEA:  
QUALI PROSPETTIVE PER IL POST-PANDEMIA?**

Prof.SSA FIORELLA KOSTORIS

---

RELATORE

Prof. ALBERTO IOZZI

---

CORRELATORE

Matr. 643512

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1: STABILITÀ E CRESCITA, CONNUBIO O COMPROMESSO?</b> .....	<b>9</b>
Una crescita sacrificata al cospetto di indicatori poco chiari.....	9
Politiche fiscali e monetarie nell’UEM.....	18
La stabilizzazione del ciclo economico nell’UEM: alla ricerca del corretto policy mix .....	22
Covid-19, quale il giusto policy mix per il futuro?.....	33
<b>CAPITOLO 2: L’EVOLUZIONE DELLA GOVERNANCE ECONOMICA EUROPEA</b> .....	<b>39</b>
Il trattato di Maastricht.....	39
Il Patto di stabilità e crescita e la successiva riforma .....	49
Le crisi e l’irrigidimento delle regole fiscali .....	57
La riforma della governance europea e della sorveglianza di bilancio: six pack, two pack e semestre europeo .....	64
Il fiscal compact.....	71
La Comunicazione interpretativa della Commissione sulla flessibilità del patto .....	75
L’attivazione della clausola di salvaguardia generale del Psc e le richieste di revisione.....	78
<b>CAPITOLO 3: COVID-19: LA TEMPESTA PERFETTA</b> .....	<b>87</b>
La risposta monetaria e fiscale dei paesi europei.....	87
Evoluzione degli indicatori di bilancio e problema futuro di sostenibilità .....	95
Le principali differenze tra la risposta alla crisi finanziaria e quella al virus .....	102
Confronto tra la risposta europea e quella statunitense al Covid-19.....	108
Pandemia e inflazione .....	115
Quale il futuro per l’Unione? .....	120
<b>CONCLUSIONE</b> .....	<b>122</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>124</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>128</b>

## INDICE DEI GRAFICI

- **Figura 1:** L'andamento del prodotto effettivo rispetto al suo potenziale.
- **Figura 2:** Impatto della Grande Recessione sul PIL potenziale stimato
- **Figura 3:** Perdita percentuale di prodotto effettivo e perdita percentuale di prodotto potenziale, 2015
- **Figura 4:** Evoluzione dei tassi d'interesse e della crescita
- **Figura 5:** L'effetto di un'espansione fiscale sul tasso d'interesse
- **Figura 6:** “The euro area policy mix trilemma”
- **Figura 7a:** L'equilibrio tra politica monetaria e fiscale alla fine del primo decennio (1999-2007)
- **Figura 7b:** L'equilibrio alla fine dei tre sub-periodi del secondo decennio (2008-2019)
- **Figura 8:** Modello domanda-offerta per valutare la risposta di due diversi livelli di stabilizzatori automatici in caso di shock della domanda.
- **Figura 9:** Modello domanda-offerta per valutare la risposta di due diversi livelli di stabilizzatori automatici in caso di shock dell'offerta
- **Figure 10a e 10b:** Evoluzione negli anni del differenziale tra tasso d'interesse e crescita ( $i - g$ )
- **Figura 11:** Tasso di crescita del PIL, anno 2020
- **Figura 12:** Next Generation EU e bilancio pluriennale EU
- **Figura 13:** Tasso di gradimento dei cittadini europei degli schemi introdotto dall'UE per sostenere la disoccupazione di breve periodo
- **Figura 14:** Performance relative all'assorbimento dei fondi europei (2014-2020)
- **Figura 15a:** Indebitamento netto o accreditamento netto del settore pubblico
- **Figura 15b:** Debito pubblico
- **Figura 16:** Incremento del rapporto tra debito e Pil nel corso del 2020
- **Figura 17:** La ripresa economica nell'UE
- **Figura 18:** La crescita dei debiti pubblici
- **Figura 19:** Indice mondiale della produzione industriale, confronto tra crisi
- **Figura 20:** Variazione del Pil, 2009 e 2020
- **Figura 21:** Indebitamento o accreditamento netto, 2009 e 2020
- **Figura 22:** Misure fiscali discrezionali rispetto al Pil
- **Figura 23:** Ampiezza stabilizzatori automatici rispetto al Pil

- **Figura 24:** Saldo di bilancio, USA vs Europa (27 stati)
- **Figura 25:** Andamento del debito pubblico, USA vs Unione europea (27 stati)
- **Figura 26:** Misure fiscali on-budget e off-budget in rapporto al Pil, biennio 2020-2021
- **Figure 27a e 27b:** Totale delle attività detenute da Bce e Federal Reserve
- **Figura 28:** Tasso di crescita del Pil, USA (2018-2023)
- **Figura 29:** Tasso di crescita del Pil, USA vs Unione europea
- **Figura 30:** Andamento dell'inflazione armonizzata (HICP), USA vs UE

## INDICE DELLE TABELLE

- **Tabella 1:** Indicatori di convergenza ai criteri di Maastricht - Valori percentuali, dati della Commissione europea
- **Tabella 2:** Matrice per l'aggiustamento dei bilanci nel quadro del braccio preventivo del Patto
- **Tabella 3:** Il supporto fiscale europeo
- **Tabella 4:** Programmi europei per contrastare la pandemia
- **Tabella 5:** La sostenibilità nell'Unione Europea
- **Tabella 6:** Analisi delle principali differenze tra la crisi pandemica e la crisi finanziaria
- **Tabella 7:** Prodotto interno lordo a prezzi di mercato
- **Tabella 8:** Inflazione armonizzata (HICP) negli Stati membri
- **Tabella 9:** Contributo di alcuni aggregate sul tasso d'inflazione annuale in Europa

## INTRODUZIONE

L'Unione economica e monetaria nata alla fine dello scorso secolo in Europa può esser interpretata come il punto di arrivo del lungo processo di integrazione economica iniziato già a partire dalla metà del secolo scorso all'interno dell'Unione europea.

Questa viene concepita dai suoi ideatori al fine di promuovere una crescita economica sostenibile e un alto livello di occupazione affidando i compiti di politica monetaria ad un organo sovranazionale, la Banca Centrale Europea, lasciando però gli Stati liberi di condurre le proprie politiche di bilancio autonomamente, seppur all'interno di una cornice i cui confini sono stati più volte ridefiniti nel corso degli anni per permettere alla disciplina di bilancio di tenere il passo dei lenti cambiamenti delle condizioni macroeconomiche di fondo.

Le politiche portate avanti da entrambe le autorità, monetarie e fiscali, hanno però obiettivi comuni, ovvero garantire la stabilizzazione del ciclo economico nel breve periodo e favorire una crescita economica sostenibile nel lungo periodo.

Il lavoro svolto intende ripercorre l'evoluzione nel tempo della politica economica europea, analizzando gli strumenti di cui dispongono le autorità per raggiungere gli obiettivi preposti, evidenziando altresì le debolezze emerse negli anni e le richieste di revisione per adeguare il sistema alle mutate condizioni macroeconomiche.

L'elaborato è suddiviso in tre capitoli. Nel corso del primo viene discusso l'approccio adottato dalle istituzioni europee per permettere agli Stati di raggiungere una crescita economica che grazie agli interventi volti alla stabilizzazione mitighi gli effetti di breve periodo dovuti ai continui shock a cui l'economia è sottoposta, senza però che la disciplina di bilancio risulti compromessa.

Viene quindi posta l'attenzione su due indicatori chiave nel sistema architettato dalle istituzioni europee per valutare lo stato dell'economia, prodotto potenziale e output gap, evidenziando come i rispettivi valori, seppur di fondamentale importanza nel delineare le possibilità di intervento di uno Stato, non siano direttamente osservabili, bensì vadano stimati attraverso un sistema complesso e non privo di criticità.

Nel secondo paragrafo vengono poi brevemente analizzate le implicazioni delle scelte di politica monetaria e fiscale portate avanti dalle istituzioni e dagli Stati membri, arrivando ad affrontare in quello successivo un problema su cui storicamente gli economisti risultano essere schierati su posizioni contrastanti, ossia se spetti alle autorità fiscali o a quelle monetarie il compito di stabilizzare il ciclo economico.

Dopo aver sperimentato infatti alla fine dello scorso secolo le spiacevoli conseguenze dell'aver affidato esclusivamente alla politica di bilancio l'onere della stabilizzazione macroeconomica, il sistema europeo che sarebbe sorto qualche anno dopo avrebbe cercato di risolvere il dilemma

ribaltandolo, ossia affidando alle autorità monetarie, nello specifico alla Banca centrale europea, il compito di mantenere la crescita economica vicina al suo potenziale mediante il controllo dei tassi d'interesse, limitando la discrezionalità e il ruolo di stabilizzazione delle autorità fiscali.

Tuttavia, nel corso degli anni le condizioni e le prospettive macroeconomiche sono cambiate decisamente, erodendo progressivamente i margini di manovra di cui disponevano fino a pochi anni prima le autorità monetarie. Già dalla crisi finanziaria che ha scosso il mondo intero nel 2008 iniziò quindi ad essere chiaro come, soprattutto dopo eventi particolarmente negativi, non fosse possibile garantire il giusto sostegno all'economia esclusivamente attraverso misure di carattere monetario, a maggior ragione se, come sarebbe iniziato a verificarsi di lì a poco, i tassi d'interesse iniziano ad approssimare il limite inferiore, ossia quel punto in cui un'ulteriore riduzione avrebbe effetto nullo o quasi sull'economia.

In quell'occasione, però, dopo aver sostenuto la caduta del prodotto nella fase iniziale attraverso il connubio di misure monetarie e fiscali, l'apporto della politica fiscale fu prontamente ritirato non appena i mercati finanziari iniziarono a mostrarsi preoccupati della sostenibilità finanziaria di diversi Stati europei. Nonostante da tempo fossero però emerse diverse criticità e aumentate le pressioni di coloro i quali spingevano per un ruolo più attivo da parte della politica fiscale, il sistema non fu modificato, bensì si decise di procedere ad un'ulteriore irrigidimento della disciplina di bilancio imposta agli SM, deprimendo ancor di più la domanda aggregata, la crescita economica e i tassi d'interesse.

La crisi economica recente dovuta alla pandemia ha quindi confermato le carenze che si erano manifestate già negli anni precedenti, con gli Stati costretti ad introdurre misure senza precedenti per affrontare singolarmente e a livello di Unione il forte shock, motivo per cui nella parte finale del capitolo ci si domanda se questo non possa essere il momento più adatto per procedere ad una revisione complessiva della disciplina di bilancio, potenziando il ruolo della politica fiscale.

Nel secondo capitolo viene invece ripercorsa l'evoluzione della governance economica europea a partire dalla nascita dell'Unione Europea nel 1992 con la sottoscrizione del Trattato di Maastricht, fino ad arrivare ai giorni d'oggi.

La disciplina di bilancio pensata dai fondatori dell'Unione è stata arricchita negli anni da nuove norme, prime tra tutte quelle contenute all'interno del Patto di stabilità e crescita. Il Patto oltre a riaffermare i vincoli contenuti nel Trattato, introduce nuovi obiettivi da raggiungere per gli Stati e disciplina la procedura di intervento da parte delle istituzioni nel caso in cui uno Stato non risultasse in linea con i parametri richiesti.

Gli effetti sortiti, tuttavia, sono stati minori rispetto a quelli attesi. Negli anni successivi alla sua stipula diversi Stati si rivelarono infatti incapaci di mantenere i propri deficit al di sotto del limite del

3% del Pil, con le istituzioni che peraltro si mostravano fortemente riluttanti nel procedere ad azioni correttive nei loro confronti.

Dopo aver tentato di riformare nel 2005 il Patto per introdurre un maggior margine di flessibilità nella valutazione del rispetto dei parametri e un minor rigore nel delineare i percorsi di rientro dei Paesi non in linea con essi, la crisi finanziaria del 2008 ha messo alla luce diverse criticità oltre ad aver generato gravi squilibri di bilancio in diversi paesi europei.

Dalla crisi in poi le regole di bilancio sono state rafforzate ulteriormente grazie all'adozione di nuovi provvedimenti, il "six pack" e il "two pack", rispettivamente composti da sei e due regolamenti comunitari, oltre alla sottoscrizione di un nuovo trattato internazionale, il Fiscal Compact.

L'insieme di queste misure è stato quindi integrato all'interno del semestre europeo, il meccanismo di coordinamento e controllo delle politiche economiche degli Stati membri dell'Unione europea.

Nell'ultimo paragrafo si discute quindi circa l'attivazione della clausola di salvataggio contenuta nel Patto, un'azione estrema obbligata però dalla grave recessione innescata dal proliferare del virus. Grazie ad essa gli SM sono stati in grado di ricorrere ad ampi deficit di bilancio per finanziare misure a dir poco straordinarie, tuttavia, l'erosione della disciplina di bilancio e le nuove preoccupazioni circa la sostenibilità dei debiti pubblici impongono un ripensamento, o per lo meno una revisione, del Patto, per tentare di raggiungere un miglior equilibrio tra i suoi obiettivi, il controllo dei bilanci pubblici degli SM, il ruolo di stabilizzazione della politica fiscale e la crescita economica.

Si arriva così al terzo e ultimo capitolo dell'elaborato, parte in cui viene presentata un'analisi a trecentosessanta gradi circa le implicazioni della recente crisi pandemica.

Dopo un breve approfondimento circa la quantità e la qualità delle misure varate dalle autorità monetarie e fiscali nel corso degli ultimi anni, nel secondo paragrafo viene discusso il netto peggioramento degli indicatori di bilancio, andando a verificare come essi si siano evoluti nel tempo e quello che dovrà essere l'atteggiamento degli Stati in futuro per evitare di incombere in problemi legati alla sostenibilità dei propri debiti.

Nei due paragrafi successivi, per permettere al lettore di comprendere realmente la portata dell'attuale crisi e la conseguente risposta all'interno dell'Unione, vengono proposti due confronti.

Il primo con la crisi finanziaria del 2008, il secondo invece con gli effetti sortiti della pandemia e le relative contromisure adottate negli Stati Uniti.

Il paragrafo conclusivo vuole invece porre l'attenzione su quello che potrebbe diventare un grande problema nei prossimi anni se non affrontato correttamente, l'aumento del livello dei prezzi.

Se infatti in un primo momento l'arrivo dell'inflazione sia stato ben visto e rapidamente etichettato come un qualcosa di temporaneo, recentemente sono cresciuti i timori di quanti si dicono spaventati

dal perdurare del fenomeno in quanto potrebbe costringere le autorità ad alzare i tassi d'interesse prima del dovuto, mettendo nuovamente in discussione la crescita economica.



## CAPITOLO 1: STABILITÀ E CRESCITA, CONNUBIO O COMPROMESSO?

### Una crescita sacrificata al cospetto di indicatori poco chiari

Negli ultimi due secoli gran parte degli Stati mondiali hanno sperimentato l'economia di mercato come forma di organizzazione del proprio sistema produttivo, apprezzandone immediatamente i vantaggi traducibili in una notevole crescita di lungo periodo. Tuttavia, tale sviluppo, non ha avuto un trend costante, ma piuttosto è stato caratterizzato da continue fluttuazioni.

*Quest'alternarsi di fasi di espansione e di contrazione del prodotto reale rispetto al suo trend di lungo periodo viene detto "ciclo economico".<sup>1</sup>*

All'interno di un ciclo economico generalmente vengono individuate quattro fasi differenti:

1. La prima fase, di "crescita o ripresa", si contraddistingue per un aumento dei consumi e degli investimenti tale da innescare un aumento della popolazione, del reddito e dell'occupazione.
2. La seconda fase, detta di "espansione", inizia quando, insieme ai redditi e all'occupazione, aumenta anche il livello generale dei prezzi a causa dell'incremento dei costi delle materie prime, dei prodotti intermedi e dei salari. Il raggiungimento della piena occupazione va considerato come il punto di svolta superiore del ciclo, dopo di che un aumento del reddito in termini reali deve essere connesso obbligatoriamente ad un aumento della produttività.
3. La terza fase inizia con la rottura della situazione precedentemente descritta a causa dell'eccesso di offerta di beni che costringe le imprese a rivalutare i propri piani di produzione. Questo fenomeno piano piano si propaga verso l'intero sistema dando inizio alla fase di "crisi o recessione".
4. La "depressione economica", quarta ed ultima fase, si caratterizza per la diminuzione della domanda aggregata, del reddito e dell'occupazione. Gli investimenti vengono ridotti, così come la capacità produttiva delle imprese.

Il continuo alternarsi di fasi espansive e depressive durante il ciclo economico viene oggi considerato parte del percorso attraverso cui l'economia tende alla crescita di lungo periodo

L'indicatore utilizzato dalla fiscal governance europea per valutare lo stato del ciclo economico è il prodotto potenziale, ossia il massimo prodotto ottenibile impiegando efficientemente tutti i fattori di produzione. Il suo andamento crescente costituisce un "*indicatore sintetico della capacità dell'economia di generare una crescita sostenibile e non inflazionistica*"<sup>2</sup>.

---

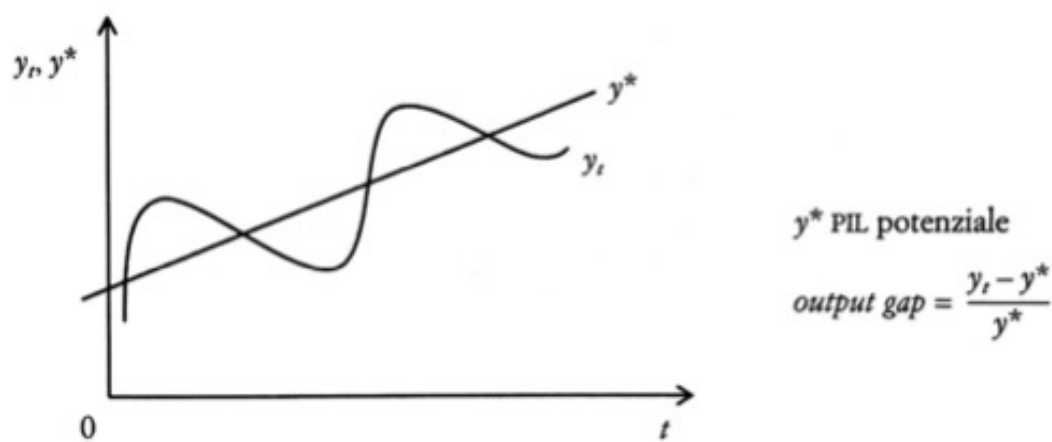
<sup>1</sup> O. Blanchard et al., *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, il Mulino

<sup>2</sup> K. Havik et al., *The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps*, European Commission, *Economic Papers* 535, Nov. 2014

La deviazione tra il potenziale dell'economia e la produzione effettiva, l'output gap, spiega infatti sia le oscillazioni cicliche di un'economia, sia gli eventuali squilibri dovuti ad uno scorretto utilizzo delle risorse produttive, risultando perciò un chiaro indicatore del grado di surriscaldamento o allentamento rispetto al potenziale di crescita stimato nell'economia.

Questo può assumere valori positivi o negativi, a seconda che l'economia risulti rispettivamente in uno stato di sovra utilizzo, ovvero di sottoutilizzo dei fattori produttivi.

**Figura 1:** L'andamento del prodotto effettivo rispetto al suo potenziale.



La figura 1 rappresenta graficamente quanto appena espresso, il prodotto effettivo ( $y_t$ ) aumenta nelle fasi di espansione grazie al maggior impiego di fattori produttivi, viceversa nei periodi di recessione in cui viene prodotta una quantità inferiore di beni e servizi.

Nel breve periodo il livello di produzione è fortemente influenzato dall'andamento della domanda. Nei punti di massimo (picco) in figura la domanda di beni risulta più alta rispetto all'offerta potenziale, generando così pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo come conseguenza dell'aumento del costo dei fattori produttivi. Al contrario, in corrispondenza del minimo (sella), l'economia vive una fase di debolezza essendo la domanda inferiore rispetto all'offerta potenziale, il costo dei fattori produttivi e più in generale il livello dei prezzi diminuiscono, causando di conseguenza un aumento nel tasso di disoccupazione.

Il prodotto potenziale viene rappresentato dalla retta con inclinazione positiva ( $y^*$ ). Questo perché innanzitutto aumenta la disponibilità di risorse: la popolazione cresce, le imprese si sviluppano grazie all'acquisto di nuovi macchinari e alla nascita di nuovi impianti, vengono scoperte risorse; in secondo luogo, lo sviluppo di nuove conoscenze permette la realizzazione di nuovi prodotti, l'utilizzo di nuove tecnologie e la messa a punto di nuove tecniche di produzione industriali.

Inoltre, *“oggi le stime del prodotto potenziale e dell'output gap rivestono un ruolo centrale nella governance della finanza pubblica dell'Unione europea. Infatti, da queste stime dipende quella del saldo strutturale di bilancio, indicatore chiave per il processo di sorveglianza multilaterale previsto dal Patto di stabilità e crescita, utilizzato tra l'altro per definire il livello e il percorso di avvicinamento verso l'obiettivo di medio termine (OMT)”*<sup>3</sup>.

Le regole europee, infatti, permettono di avere un indebitamento di natura ciclica la cui grandezza dipende dalle stime dell'output gap. Ciò che non permettono invece è di avere un indebitamento strutturale.

Per semplificare, a parità di debito in termini nominali, più basso è l'output gap, più basso è l'indebitamento ciclico e più alto quello strutturale (negativo per il paese), e viceversa.

Le implicazioni sono perciò evidenti, dallo stato dell'economia così come stimato dall'output gap dipende anche l'entità dell'aggiustamento strutturale richiesto agli Stati membri che non sono in linea con il proprio OMT.

Tuttavia, sia il prodotto potenziale che l'output gap sono misure non osservabili, cioè possono essere esclusivamente stimate mediante modelli che fanno riferimento a due tipi di strategie differenti: *“quelle "statistiche", che si basano su filtri (algoritmi che a partire da un insieme di osservazioni del PIL effettivo generano, attraverso una procedura ricorsiva, una stima della componente di trend distinta da quella ciclica) univariati o multivariati, e quelle "economiche", che si basano sulla cosiddetta funzione di produzione”*<sup>4</sup>.

Questo secondo metodo risulta essere quello maggiormente utilizzato, infatti Commissione Europea, OCSE e Fondo Monetario Internazionale hanno deciso di ricorrere a tale approccio, seppur con qualche piccola differenza che può portare a difformità nelle valutazioni.

La Commissione, data la grande incertezza statistica e teorica riguardo la stima di tale valore, ha promosso la creazione di un gruppo di lavoro dedicato chiamato Output Gap Working Group (OGWG). Il prodotto potenziale viene calcolato dall'OGWG a partire da una funzione di produzione che incorpora elementi come produttività, investimenti, tasso di disoccupazione che non aumenta i salari (NAWRU), popolazione in età lavorativa, tasso di partecipazione e media delle ore lavorate.

Nello specifico viene ipotizzata una funzione di produzione a rendimenti di scala costante con Capitale e Lavoro come fattori di produzione (Cobb-Douglas)<sup>5</sup>.

La principale differenza tra i valori prodotti dalle organizzazioni citate in precedenza risiede nella diversa nozione di disoccupazione strutturale. La Commissione utilizza infatti una misura teorica del

---

<sup>3</sup> M. Fioramanti, F. Padrini e C. Pollastri, La stima del PIL potenziale e dell'output gap: analisi di alcune criticità, Ufficio parlamentare di bilancio, Nota n°1/ gennaio 2015

<sup>4</sup> *ibidem*

<sup>5</sup> Vedi approfondimento a fine paragrafo

concetto di tasso di disoccupazione strutturale conosciuta con l'acronimo di NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment), che considera "di equilibrio" il punto in cui il tasso di disoccupazione non genera spinte inflazionistiche nei salari.

OCSE e FMI, invece, utilizzano per stimare il prodotto potenziale un concetto diverso di disoccupazione di equilibrio noto come NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment), il quale rappresenta quel livello del tasso di disoccupazione che mantiene costante il livello dell'inflazione.

Tale divergenza metodologica si ripercuote sulle stime prodotte, questo perché *"in periodi di crescita della disoccupazione più rapida rispetto alla riduzione del tasso di inflazione, la metodologia utilizzata dall'OCSE e dal FMI implica un tasso di disoccupazione strutturale significativamente più basso rispetto a quello stimato dalla commissione. Infatti, il declino meno rapido dell'inflazione rispetto alla crescita della disoccupazione viene interpretato dal modello dell'OCSE come effetto dello stretto legame delle aspettative d'inflazione all'obiettivo della banca centrale. Al contrario, il modello della Commissione interpreta tali andamenti come un segnale che, probabilmente per effetti di isteresi, il tasso di disoccupazione strutturale è cresciuto in modo rilevante e il suo valore è vicino a quello del tasso di disoccupazione effettivo"*<sup>6</sup>.

La Commissione europea, nel discussion paper 069<sup>7</sup> dell'ottobre 2017, conferma questa tesi affermando come teoricamente un certo livello di pro-ciclicità può essere giustificato dalla presenza di frizioni nel mercato del lavoro e per l'effetto di isteresi appunto, *"ossia quei danni persistenti al tessuto produttivo generati da forti shock della domanda aggregata non adeguatamente contrastati"*<sup>8</sup>.

A fronte di un periodo di crisi le imprese rivedono i propri piani modificando le spese per gli investimenti, limitando il turnover ed eventualmente anche chiudendo impianti di produzione. Inoltre, forti shock negativi possono incidere sul numero di disoccupati di lungo corso, che vedono diminuire sempre più le proprie competenze in un mondo del lavoro in continua evoluzione.

Lavori recenti<sup>9</sup> mettono in risalto i punti critici della tecnica di stima adottata dalla Commissione. Questi sostengono come il NAWRU non riesca ad essere indipendente dall'andamento della domanda

---

<sup>6</sup> M. Fioramanti, F. Padrini e C. Pollastri, La stima del PIL potenziale e dell'output gap: analisi di alcune criticità, Ufficio parlamentare di bilancio, Nota n°1/ gennaio 2015

<sup>7</sup> A. Hristov, C. Planas, W. Roeger e A. Rossi, NAWRU Estimation Using Structural Labour Market Indicators, European Commission, DISCUSSION PAPER 069, 2017

<sup>8</sup> O. Blanchard e L. Summers, Hysteresis and the European Unemployment Problem, un capitolo in "NBER Macroeconomics Annual 1986 Volume 1", 1986

<sup>9</sup> L. Ball, Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries, Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, 2014

A. Stirati, "Blanchard, the NAIRU, and Economic Policy in the Eurozone", Institute of Economic Thinking (INET), 2016

e dell'occupazione, tradendo lo scopo stesso per cui viene utilizzato tale indice e risultando dunque correlato con l'andamento del ciclo economico.

L'insieme di questi fattori negli ultimi anni ha portato il NAWRU a crescere fino a raggiungere in alcuni casi percentuali a doppia cifra, spingendone il valore verso il tasso di disoccupazione effettivo dell'economia.

Questo sancirebbe, per numerosi policy makers europei, l'impossibilità di sostenere l'occupazione oltre un certo livello stabilito a priori dalla Commissione e innescherebbe un pericolosissimo circolo vizioso: nel caso in cui il NAWRU si trovi ad un livello più alto rispetto al tasso di disoccupazione effettivo dell'economia verrebbero richieste dalla Commissione misure correttive che farebbero aumentare ancor di più il tasso di disoccupazione comportando, secondo quanto analizzato in precedenza, un ulteriore aumento del NAWRU stesso e una riduzione del Pil potenziale. Tutto ciò finirebbe per alterare l'aggiustamento richiesto dalla Commissione, sancendo la necessità di nuove politiche fiscali di austerità che rischierebbero di far aumentare il tasso di disoccupazione, peggiorare la crescita del PIL e i saldi di finanza pubblica<sup>10</sup>.

In un articolo del 04/11/2014 pubblicato su la voce.info, Carlo Cottarelli, Federico Giammusso e Carmine Porello sottolineavano come questo modello non avesse permesso la giusta flessibilità di spesa negli anni successivi alla Grande Recessione (2007/2008) per portare avanti politiche fiscali anticicliche.

*“Il modello concordato a livello UE sottostima il prodotto potenziale, forzando all'adozione di politiche economiche troppo restrittive e pro-cicliche, proprio quello che si è inteso evitare introducendo norme fiscali che tenessero conto del ciclo economico”<sup>11</sup>. Questo fenomeno, più evidente nelle fasi di recessione, fa sì che “la bassa crescita del Pil effettivo impatta sulla stima del Pil potenziale mediante procedure statistiche che finiscono per accentuare l'intensità di tale relazione al prolungarsi della crisi: la metodologia tende in sostanza a sottostimare l'ampiezza del ciclo economico e a interpretare come strutturali gli sviluppi economici recenti. Il problema è meno rilevante per cicli economici di durata normale, ma diventa serio in presenza di una prolungata debolezza della domanda”<sup>12</sup>.*

Così lo stock di capitale utilizzato per calcolare il prodotto potenziale risulterebbe pari allo stock effettivo, senza tener conto della possibilità che esso risulti indebolito dalla caduta dell'attività economica.

In effetti, come ci suggeriva la Professoressa F. Kostoris commentando l'allora recente riforma del Patto, *“la distinzione mancante tra uno shock dell'offerta e uno shock della domanda nelle regole di*

---

<sup>10</sup> W.P. Meloni e A. Stirati, Austerità in Italia: i sacrifici alimentano il debito, Economia e Politica, 2018

<sup>11</sup> C. Cottarelli, F. Giammusso, C. Porello, Politica di bilancio ostaggio della stima del Pil potenziale, la voce.info, 2014

<sup>12</sup> *ibidem*

*bilancio europee è un grave difetto: non è infatti sufficiente concentrarsi sull'output gap; ignorare se questo divario sia il risultato di uno shock dell'offerta o della domanda implica ignorare se la spesa in deficit sia razionale o meno*"<sup>13</sup>.

Questo perché se una politica fiscale espansiva può essere la giusta risposta a uno shock della domanda in quanto ridurrebbe la perdita di benessere al prezzo di un aumento del tasso di interesse, risulterebbe una scelta sconsiderata in risposta a uno shock dell'offerta. In questo contesto, infatti, una politica simile spingerebbe il livello dei prezzi verso l'alto in modo irreversibile.

Sembrerebbe dunque che il sistema architettato sia incompatibile con la necessità, o comunque sia la volontà, da parte dei governi di portare avanti programmi di politica economica orientati al perseguimento della crescita e dell'occupazione attraverso politiche di incentivo alla domanda.

Tuttavia, oltre che per la modellistica scelta, le stime del prodotto potenziale risentono molto della grande incertezza dei dati. Le continue revisioni delle serie storiche e gli aggiornamenti delle variabili che fungono da input nel modello generano infatti grande instabilità.

La crisi economica che nel 2007 ha investito gran parte delle economie mondiali offre diversi spunti di riflessione che ci permettono di verificare l'utilità e l'efficacia dell'output gap.

A tal proposito, in un lavoro del 2015 dell'ufficio parlamentare di bilancio<sup>14</sup> vengono analizzati i valori di prodotto potenziale e output gap forniti dalla Commissione negli anni 2002-2014. Ciò che emerge è innanzitutto la variabilità nelle stime dell'output gap, soprattutto delle cosiddette stime "storiche", ossia quelle che fanno riferimento agli anni precedenti a quello di rilevazione. Tale fenomeno ha ricadute notevoli sulla programmazione economica e di bilancio dei paesi europei, in quanto vincolati al rispetto delle regole del Patto di stabilità e crescita.

Le revisioni dell'output gap dipendono sia da più precise informazioni sul prodotto effettivo, ma soprattutto dalla ridefinizione continua del prodotto potenziale; con le revisioni che, anche in questo caso, non riguardano esclusivamente le previsioni ma anche i dati storici.

Nei quindici anni precedenti alla "Grande Recessione" la crescita media del PIL italiano è stata pari all'1,5%. Per lo stesso periodo la Commissione stima un incremento medio del prodotto potenziale dell'1,4%. Con la crisi economica il PIL italiano ha subito una contrazione di oltre nove punti percentuali e la crescita potenziale dopo il 2008 si sarebbe trasformata in "recessione potenziale" (-0,2% annuo in media).

Un'ulteriore analisi sull'efficacia del concetto di output gap è quella proposta dal già citato Laurence M. Ball. Egli utilizza le stime fornite dall'OCSE per 23 paesi per tentare di quantificare i danni di

---

<sup>13</sup> F. Kistoris Padoa-Schioppa, The 2005 Reform of the Stability and Growth Pact: Too Little, Too Late?, BEER paper n°6, Brueges European Economic Research Papers, 2006

<sup>14</sup> M. Fioramanti, F. Padriani e C. Pollastri, La stima del PIL potenziale e dell'output gap: analisi di alcune criticità, Ufficio parlamentare di bilancio, Nota n°1/ gennaio 2015

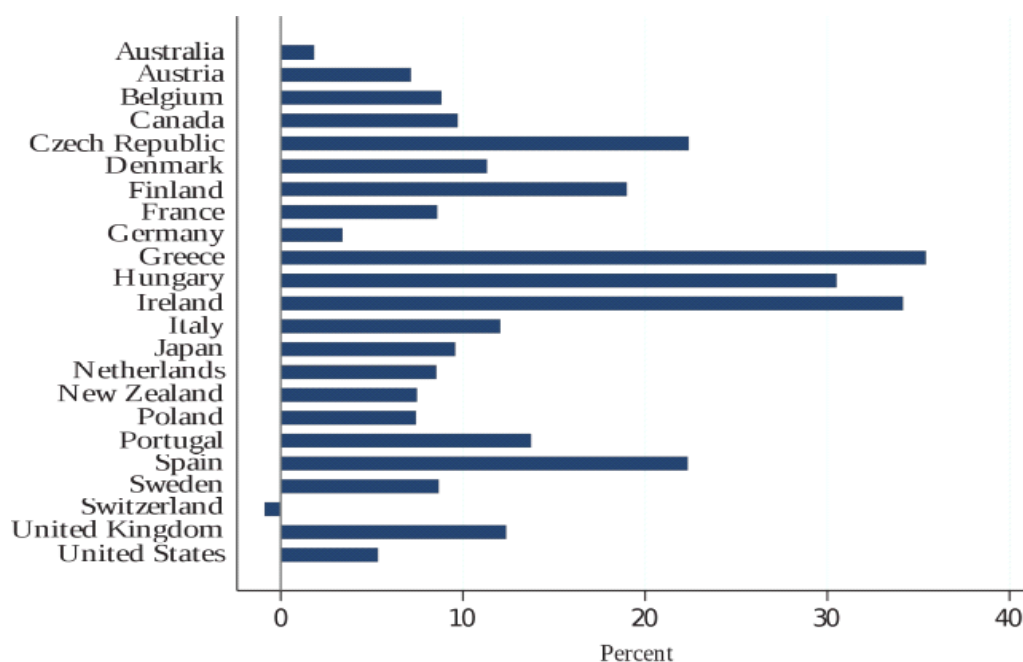
lungo periodo causati dalla Grande Recessione<sup>15</sup>. Per ciascuno di essi analizza il trend che il prodotto potenziale stava seguendo negli anni precedenti alla crisi, estrapola i valori che tale grandezza avrebbe assunto negli anni successivi (2007-2015) in assenza di shock, confronta i risultati con le stime prodotte nel 2014 relative agli stessi anni e infine interpreta la differenza come effetto della recessione.

I danni causati dalla grande recessione variano decisamente tra i paesi in esame, con la figura (2) che rappresenta graficamente la perdita percentuale di prodotto potenziale nei 23 paesi dall'inizio della crisi al 2015. Si passa da valori decisamente bassi, 0% in Svizzera e 2% in Australia, ad altri abbondantemente sopra il 30% come nei casi di Grecia, Ungheria e Irlanda.

Tuttavia, i risultati prodotti dallo studio di Ball non terminano qui ma permettono di esprimere due ulteriori considerazioni. Innanzitutto, nella maggior parte dei paesi analizzati la perdita di prodotto potenziale è quasi pari alla caduta del prodotto effettivo rispetto al trend pre-crisi, fornendo inconfutabili elementi per affermare come durante la “grande recessione” gli effetti di isteresi siano stati avvertiti duramente nella maggior parte dei paesi analizzati.

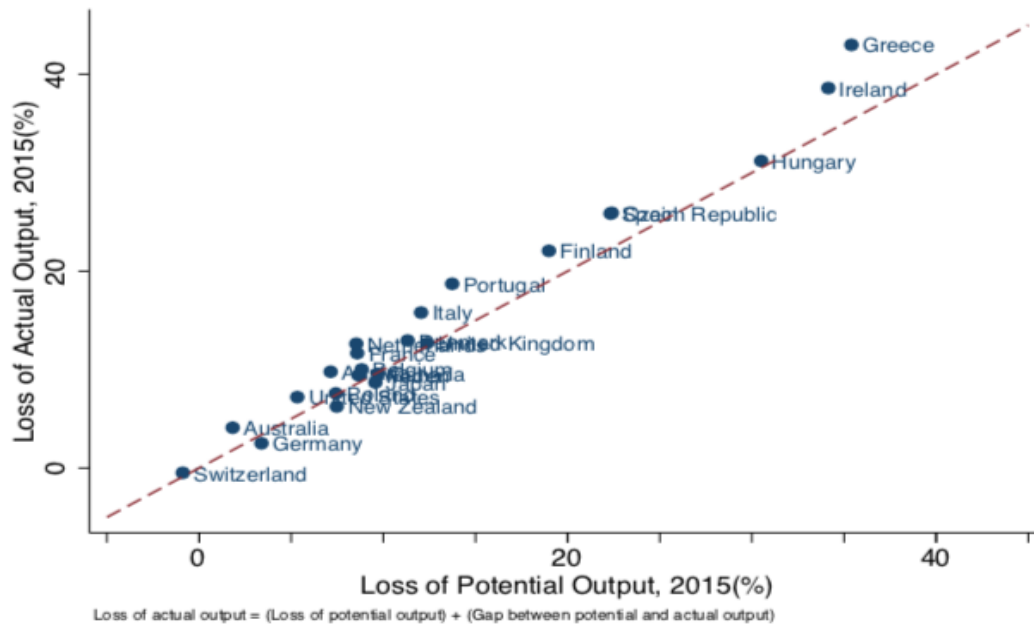
La figura (3) descrive graficamente la correlazione tra perdita di output potenziale ed effettivo. Ponendo le due variabili rispettivamente sull'asse delle ascisse e delle ordinate, notiamo come grosso modo tutti i paesi esaminati si distribuiscano lungo la retta di 45° che taglia in due il quadrante, segno evidente di grande correlazione tra le variabili.

**Figura 2:** *Impatto della Grande Recessione sul PIL potenziale stimato*



<sup>15</sup> L. Ball, Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries, Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, 2014

**Figura 3:** Perdita percentuale di prodotto effettivo e perdita percentuale di prodotto potenziale, 2015



**Fonte:** lavoro di L. Ball su dati OCSE

Secondo, nei paesi maggiormente colpiti dalla recessione il tasso di crescita del prodotto potenziale ha subito un brusco rallentamento, risultando oggi significativamente inferiore rispetto a quanto era previsto precedentemente al 2008.

Le implicazioni di questi dati sull'affidabilità dell'output gap come valore guida per le politiche di bilancio sono evidentemente sconfortanti. Se nel corso di una recessione le dinamiche del PIL potenziale segue quella del PIL effettivo l'output gap si appiattisce verso i livelli pre-crisi e non concede lo spazio necessario alla politica fiscale per sostenere la caduta della domanda aggregata. Si finirebbe così per assecondare la diminuzione della capacità produttiva dell'economia piuttosto che contrastarla.

**Box di approfondimento 1:** Breve riassunto dell'approccio della funzione di produzione utilizzato dall'OGWG per stimare il prodotto potenziale e l'output gap.

Volendo rappresentare il Pil (Y) per mezzo di una funzione di produzione, questo può essere descritto come una combinazione dei fattori produttivi lavoro (L) e capitale (K), corretti per il grado di capacità in eccesso ( $U_L, U_K$ ) e aggiustati rispetto al rispettivo livello di efficienza ( $E_L, E_K$ ).

$$Y = (U_L L E_L)^\alpha (U_K K E_K)^{1-\alpha} = (L^\alpha K^{1-\alpha}) TFP$$



Sottostando ad ipotesi di rendimenti di scala costanti e di concorrenza perfetta,  $a$  in una funzione Cobb-Douglas esprime l'elasticità dell'output rispetto al lavoro. Tale valore è stimato essere circa pari a 0,65 e rappresenta il valore medio stimato nell'UE dal 1960 al 2003.

La produttività totale dei fattori produttivi non dipende dalla crescita dei fattori produttivi lavoro e capitale, ma dall'efficienza dei fattori e al rispettivo grado di utilizzazione.

$$TFP = (EL^a EK^{1-a})(UL^a UK^{1-a})$$

Il prodotto potenziale può essere quindi rappresentato come:

$$Y^P = (Lp^a K^{1-a}) * TFP^T \quad \text{con}$$
$$Lp = PARTS^T * POP_w * HOURS^T * (1 - NAWRU)$$

Il modello utilizzato può perciò esser riassunto nel modo seguente:

#### **VARIABILI ESOGENE:**

$POP_w$  = Popolazione in età lavorativa

$PARTS^T$  = Tasso di partecipazione della forza lavoro (Trend)

$IY^P$  =

$TFP^T$  = Componente di trend della produttività totale dei fattori produttivi che viene stimato dal residuo di Solow, utilizzando un filtro di Kalman bivariato<sup>16</sup>.

$HOURS^T$  = Numero ore lavorate per lavoratore (Trend)

#### **VARIABILI ENDOGENE:**

$Lp$  = Lavoro potenziale

$I$  = Investimenti

$K$  = Stock di capitale

$Y^P$  = Output potenziale

---

<sup>16</sup> Tecnica statistica utilizzata per stimare i percorsi di crescita sostenibile di lungo periodo di produttività e occupazione. Equivale pressappoco ad una media mobile delle prestazioni passate, infatti la stima del prodotto potenziale dipende molto da vicino dalle tendenze storiche. Proprio quest'aspetto è stato più volte criticato, poiché farebbe venir meno l'indipendenza del prodotto potenziale dall'andamento del prodotto effettivo.

### **LAVORO POTENZIALE**

$$Lp = PARTS^T * POP_w * HOURS^T * (1 - NAWRU)$$

### **INVESTIMENTI E CAPITALE**

$$I = IY^P * Y^P$$

$$K = I + (1 - dep)K(-1)^{10}$$

### **OUTPUT POTENZIALE**

$$Y^P = (Lp^a K^{1-a}) * TFP^T$$

### **OUTPUT GAP**

$$YGAP = (Y/Y^P - 1)$$

## **Politiche fiscali e monetarie nell'UEM**

Il modello macroeconomico alla base della gestione della politica economica europea si fonda sull'accentramento della politica monetaria in capo al Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) e sull'affidamento dei compiti di politica fiscale ai singoli Stati membri, con le istituzioni comunitarie che ne garantiscono il coordinamento.

Tale impostazione, unica nel suo genere vista l'assenza di un'adeguata capacità fiscale centrale, fa sì che gli Stati abbiano a disposizione una gamma di strumenti piuttosto limitata per affrontare le fluttuazioni e influenzare quindi l'andamento del ciclo economico.

Essi, infatti, accettando di far parte di un'unione monetaria rinunciano esplicitamente al controllo diretto di alcune variabili fondamentali come l'offerta di moneta, il livello dei tassi d'interesse e quello dei tassi di cambio, che passano così nelle mani delle istituzioni sovranazionali.

Scelta che nasce dal consenso maturato alla fine dello scorso secolo circa la necessità di affidare i compiti di politica monetaria ad una banca centrale indipendente con l'obiettivo di mantenere stabili i prezzi nel medio termine attraverso il controllo dei tassi d'interesse di breve termine.

In quest'ottica, alle politiche fiscali nazionali spetterebbe il compito di stabilizzare il ciclo economico grazie all'azione degli stabilizzatori automatici, oltre a doversi preoccupare della sostenibilità dei debiti pubblici.

Nelle fasi di recessione i redditi dei cittadini e i profitti delle aziende diminuiscono, facendo diminuire di conseguenza anche le entrate fiscali ad essi collegate. Nel frattempo, alcune voci di spesa come quelle relative all'indennità di disoccupazione o altro genere di sussidio tendono a crescere. La caduta

della domanda aggregata determina quindi automaticamente un peggioramento del saldo di bilancio. Un risultato simmetricamente opposto si verifica invece nelle fasi in cui l'economia cresce ad un ritmo eccessivo.

Oltre alla loro azione va però evidenziato come le autorità fiscali dispongano, nei limiti consentiti dalla disciplina europea di bilancio, anche della possibilità di intervenire discrezionalmente attraverso esplicite decisioni che modificano il sistema tributario o il livello della spesa pubblica, a patto che non venga compromessa la sostenibilità del debito pubblico.

La politica fiscale può infatti agire attraverso il controllo della spesa pubblica e del sistema impositivo, tentando di rallentare il trend economico nei periodi in cui la crescita supera il proprio potenziale, viceversa, sostenendolo nelle fasi di rallentamento.

Risulta quindi strettamente connessa al bilancio pubblico, poiché variazioni nelle spese o/e nelle entrate incidono sul saldo di bilancio, sottoponendo il sistema ad un problema di finanziamento intertemporale. Infatti, quando i governi durante le fasi negative del ciclo economico decidono di aumentare la spesa pubblica facendo ricorso ad un maggior indebitamento, devono inevitabilmente considerare come tale scelta in dovrà essere necessariamente bilanciata da un aumento dell'imposizione fiscale futura.

Attraverso la politica fiscale, quindi, le autorità di governo svolgono una sorta di ruolo di banca nei confronti dei propri cittadini<sup>17</sup>, prestando risorse nelle fasi di rallentamento dell'economia e chiedendone il rimborso in quelle successive.

Per quanto riguarda la politica monetaria, invece, la responsabilità di orientarne le scelte è attribuita al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) dei singoli Stati membri.

Il modello a cui fa riferimento tale sistema è quello della Deutsche Bundesbank, unico esempio di banca centrale a carattere federale presente in Europa.

In questo senso, il SEBC risulta dotato di un alto grado di indipendenza dalle scelte di natura politica, fattore fondamentale per acquisire la giusta credibilità e la fiducia dei mercati.

L'obiettivo principale del SEBC è quello di garantire la stabilità dei prezzi conformemente all'articolo 127, paragrafo 1, del TFUE<sup>18</sup>. Fatto salvo tale obiettivo, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima agendo in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi elencati all'articolo 119, paragrafo 3.

---

<sup>17</sup> R. Baldwin e C. Wyplosz, *L'economia dell'Unione Europea*, Hoepli, 2005

<sup>18</sup> [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.it.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.it.html)

La strategia di politica monetaria, definita dalla BCE e più volte rivista nel corso degli anni, stabilisce ciò che debba intendersi con “*stabilità dei prezzi*”, in quanto non viene esplicitamente previsto dai trattati.

A tal proposito, proprio recentemente il Consiglio direttivo della BCE ha riesaminato la vecchia strategia risalente al 2003 sostituendo il precedente obiettivo asimmetrico di un tasso di inflazione registrato nei 12 mesi precedenti “vicino ma al di sotto del 2 per cento”.

Negli anni trascorsi dall’ultima revisione, infatti, diversi sono i cambiamenti strutturali che hanno interessato l’economia europea e mondiale. *“Il calo della crescita potenziale, riconducibile al rallentamento della produttività e a fattori demografici, e i retaggi della crisi finanziaria globale hanno compresso i tassi di interesse reali di equilibrio. Ciò ha ridotto il margine di manovra per la Banca centrale europea (BCE) e per le altre banche centrali nell’opera di conseguimento dei loro obiettivi attraverso l’esclusiva modifica dei tassi di interesse ufficiali”* soprattutto in risposta a shock disinflazionistici.

Da qui l’esigenza di rivedere la vecchia strategia di politica monetaria adattandola alle nuove circostanze economiche, con il Consiglio direttivo che in questa fase ha ritenuto che la stabilità dei prezzi possa essere preservata nel modo migliore perseguendo un obiettivo di inflazione pari al 2 per cento da raggiungere nel medio termine in modo simmetrico, ossia considerando gli scostamenti positivi e negativi da tale obiettivo egualmente inopportuni.

Tale cambiamento dovrebbe ancorare le aspettative a un livello più alto rispetto a quello degli ultimi 15 anni, consentendo così al tasso di interesse nominale di equilibrio di tornare sufficientemente al di sopra del limite inferiore effettivo e ristabilendo di conseguenza la possibilità per le autorità monetarie di utilizzare attivamente la politica dei tassi per rispondere ad eventi negativi.

Passando ad analizzare quindi quelli che sono gli strumenti di cui dispongono le autorità monetarie, essi possono essere suddivisi in strumenti convenzionali e strumenti non convenzionali.

I principali strumenti della politica monetaria convenzionale della BCE sono tre, le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la detenzione di riserve obbligatorie.

Le operazioni di mercato aperto della BCE svolgono una funzione primaria. Esse consistono in operazioni di immissione di liquidità con cadenza settimanale (operazioni di rifinanziamento principali, ORP) e trimestrale (operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ORLT) attraverso cui la BCE orienta i tassi d’interesse a breve termine, regola la quantità di moneta e segnala i propri orientamenti di politica monetaria.

Rientrano inoltre in questa categoria, le operazioni di fine-tuning, eseguite all’occorrenza per ridurre gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato, e le

operazioni di tipo strutturale utilizzate dall'Eurosistema per correggere la propria posizione strutturale di liquidità nei confronti del settore finanziario.

Per quanto riguarda invece le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, due sono le operazioni di questo genere offerte dall'Eurosistema, le operazioni di rifinanziamento marginale per ottenere liquidità overnight dalla banca centrale a fronte della presentazione di garanzie idonee, e le operazioni di deposito, al contrario, per effettuare depositi overnight presso la banca centrale.

Infine, come stabilito dall'articolo 19, paragrafo 1, dello statuto della BCE, essa ha la facoltà di obbligare i vari enti creditizi a detenere riserve obbligatorie presso la BCE e le banche centrali nazionali in proporzione ai depositi della clientela, garantendo così che banche abbiano costantemente a disposizione un livello minimo di liquidità per poter eventualmente saldare la propria esposizione debitoria nei confronti degli altri istituti creditizi.

Le autorità monetarie, oltre a fornire una tutela per i risparmiatori, possono utilizzare la riserva obbligatoria come efficace strumento di politica monetaria. Il ritocco al rialzo o al ribasso della percentuale di obbligo di riserva ha infatti effetti rispettivamente restrittivi ed espansivi poiché fa variare la liquidità a disposizione degli istituti.

Per misure non convenzionali si intende invece quegli strumenti nati in seguito alla crisi finanziaria del 2008 per rispondere ai nuovi cambiamenti strutturali precedentemente evidenziati, in particolare alla caduta dei tassi e al pericolo di deflazione, salvaguardare l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e ripristinare un appropriato meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie<sup>19</sup>.

Infatti, essendo il tasso d'interesse lo strumento principale attraverso cui le banche centrali conducono la politica monetaria, un tasso d'interesse prossimo allo zero comprime le possibilità di intervento da parte delle autorità monetarie nelle fasi negative, poiché un'ulteriore diminuzione non avrebbe alcun effetto sulle aspettative degli operatori economici che preferirebbero continuare a detenere liquidità piuttosto che indirizzarla su consumi e investimenti.

Davanti all'impossibilità di rispondere alla crisi finanziaria con i soli strumenti a disposizione e alla compromissione dei tradizionali meccanismi di trasmissione della politica monetaria, la BCE ha adottato una serie di misure straordinarie e temporanee per stimolare la domanda aggregata e riportare le aspettative di inflazione in linea con l'obiettivo di politica monetaria che, tuttavia, negli anni hanno finito per diventare un qualcosa di standard e permanente.

Senza entrare nel merito delle singole misure adottate, in questo elaborato faremo riferimento ad un concetto comune, intendendo con misure non convenzionali quegli interventi che mirano direttamente

---

<sup>19</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html>

ai costi e alla disponibilità di finanziamenti esterni per le banche, le economie domestiche e le società non finanziarie<sup>20</sup>.

Interventi che possono assolvere a due finalità distinte.

- 1) *Credit easing*: Interventi diretti al miglioramento delle condizioni del credito e al sostegno delle banche. Grazie a questo tipo di interventi la banca centrale immette liquidità acquistando titoli dagli intermediari finanziari, aumentandone la disponibilità di riserve senza però andare ad intaccare la base monetaria.
- 2) *Quantitative easing*: Intervento che mira al ripristino di un adeguato meccanismo di trasmissione della politica monetaria ed evitare il pericolo di deflazione. In questo caso l'acquisto di attività non riguarda solo le attività finanziarie del settore privato ma anche i titoli di debito pubblico degli Stati più in difficoltà. A differenza delle operazioni di credit easing, l'immissione di liquidità dovuta a questo genere di acquisti causa un'espansione della base monetaria in quanto l'intervento non viene sterilizzato dalla banca centrale.

### **La stabilizzazione del ciclo economico nell'UEM: alla ricerca del corretto policy mix**

La struttura istituzionale dell'UEM e il suo relativo funzionamento sono fondati su un diffuso consenso riguardo al fatto che spetta alla politica monetaria il compito di stabilizzare il ciclo economico in presenza di shock che colpiscono in modo simmetrico le economie degli Stati che ne fanno parte, mentre alleviare gli effetti degli shock asimmetrici e delle condizioni cicliche divergenti tra i paesi sarebbe compito della politica nazionale di bilancio, essendo la politica monetaria in grado di agire esclusivamente in risposta dell'andamento dei prezzi a livello di unione. Un policy mix architettato anni fa, che oggi appare tuttavia incapace di rispondere adeguatamente ai nuovi problemi che gli Stati moderni si trovano ad affrontare, permettendoci di affermare come, a più di 20 anni dalla nascita dell'euro, *“la coesistenza di una singola politica monetaria e diverse politiche fiscali continua ad essere una grande sfida<sup>21</sup>”*, ancora oggi al centro del dibattito politico. Almeno due sono i problemi che un forte shock asimmetrico come quello legato alla pandemia ha reso evidenti. Per prima cosa, l'insieme dei vincoli fiscali che il Patto di stabilità e crescita impone fa sì che in periodi di forte recessione il solo agire degli stabilizzatori automatici non sia sufficiente a sostenere adeguatamente la domanda aggregata, oltre a non concedere il giusto spazio per l'attivazione di politiche di tipo discrezionale.

---

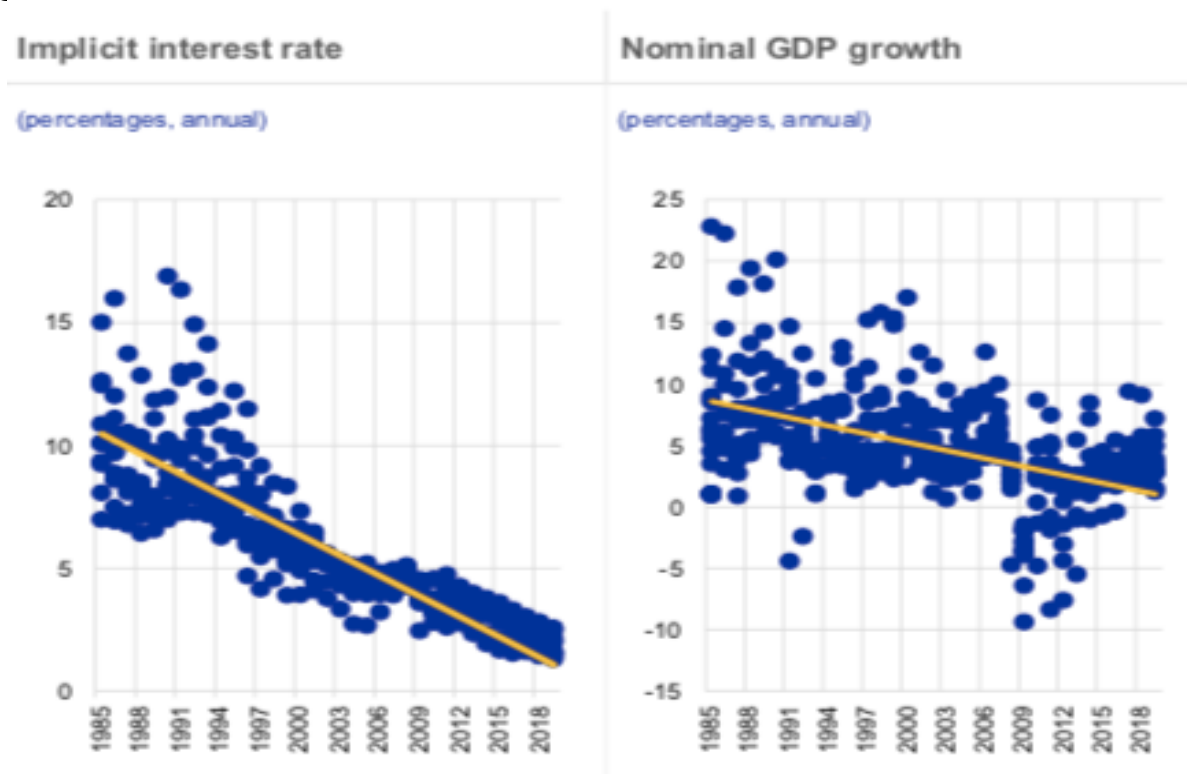
<sup>20</sup> L. Bini Smaghi, Conventional and unconventional monetary policy, Discorso all'International Center for Monetary and Banking Studies (IMCB), 2009

<sup>21</sup> E. Pappa, Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area, ECB forum on central banking, Central banks in a shifting world, 2020

Secondo, è ormai chiaro come la politica monetaria non sia più in grado da sola di stabilizzare l'economia in quanto vincolata da tassi d'interesse prossimi allo zero che non garantiscono il giusto spazio per poter stimolare la domanda attraverso l'abbassamento dei tassi.

Questo fenomeno sembrerebbe esser legato alla fase di “*stagolazione secolare*<sup>22</sup>” in cui le economie più mature si trovano ad operare ormai da diversi anni, causata da fattori apparentemente slegati tra loro come ad esempio le dinamiche demografiche, la globalizzazione o la crescita progressiva del debito pubblico e privato, ma che insieme contribuiscono a generare una domanda deficitaria, producendo perciò effetti negativi sul tasso d'interesse reale e sulla crescita reale del Pil così come illustrato nella *figura 4*, la quale mostra l'evoluzione dei tassi d'interesse e dei tassi di crescita del prodotto negli Stati europei più maturi (primi 12 membri).

**Figura 4:** Evoluzione dei tassi d'interesse e dei tassi di crescita.



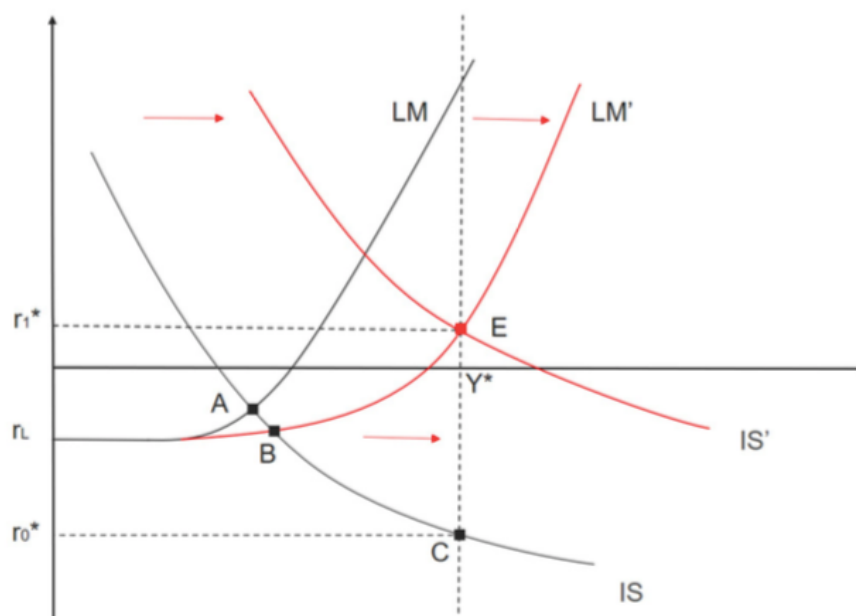
**Fonte:** lavoro svolto da X. Debrun et al. sulla base dei dati contenuti nel dataset (Spring 2020 vintage) AMECO della Commissione Europea

In una situazione simile, caratterizzata da eccessivi risparmi e scarsi investimenti, con la Bce vincolata dall'*effective lower bound* (ELB) e un'inflazione costantemente al di sotto del target

<sup>22</sup> A.H. Hansen, Economic Progress and Declining Population Growth, The American Economic Review, Vol.29, No.1, 1939

obiettivo, emergono forti motivazioni<sup>23</sup> a sostegno della necessità di rivedere l’approccio macroeconomico europeo, vista l’importanza di ricorrere in questa fase ad una politica fiscale maggiormente espansiva che sostenga la scarsa domanda e l’occupazione di conseguenza. La fase di stagnazione, infatti, spinge il tasso d’interesse naturale ( $r_0^*$ ), ovvero quello per cui investimenti e risparmi risultano in equilibrio, in territorio negativo. Tuttavia, visto che il tasso di interesse offerto dal mercato è vincolato inferiormente dall’ELB ( $r_L$ ), l’economia si troverebbe ad operare in un contesto di perenne deflazione causata dalla distanza tra i due valori ( $r_0^* < r_L$ ). Tale fattispecie viene illustrata utilizzando un semplice modello IS-LM in cui l’espansione fiscale da  $IS$  a  $IS'$  permette al tasso d’interesse naturale di tornare positivo in corrispondenza di  $r_1^*$ .

**Figura 5:** L’effetto di un’espansione fiscale sul tasso d’interesse



Le autorità politiche quindi, usando le parole che M. Buti e M. Messori attribuiscono a Lucio Pench<sup>24</sup>, si troverebbero ad affrontare quello che può essere definito come “euro area policy mix trilemma”, riferendosi all’impossibilità di avere contemporaneamente regole fiscali di carattere asimmetrico, politica monetaria vincolata dall’ELB e assenza di capacità fiscale centrale. Questo perché innanzitutto il Trattato di Maastricht e ancor di più il Patto di Stabilità e crescita, risultano “*asimmetrici nel loro invito ad evitare disavanzi pubblici eccessivi senza alcun vincolo sui*

<sup>23</sup> O. Blanchard e J. Zettelmeyer, *The Italian Budget: A Case of Contractionary Fiscal Expansion?*, Peterson Institute for International Economics, 2018

A. Stansbury e L. Summers, *Productivity and Pay: Is the link broken?*, Peterson Institute for International Economics, 2019

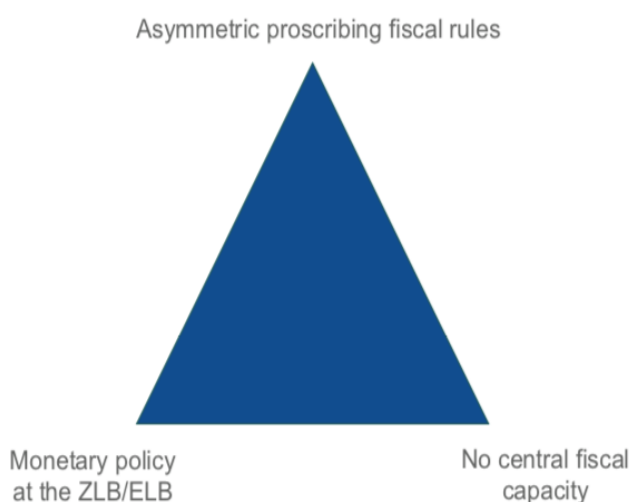
<sup>24</sup> Lucio Pench, Direttore delle politiche macroeconomiche presso la Commissione europea.



*corrispondenti avanzi di bilancio*<sup>25</sup>” dal momento che le regole proibiscono disavanzi pubblici eccessivi anche qualora si configurasse come un comportamento anticiclico, ma non hanno alcun valore prescrittivo sulle politiche dei paesi con spazio fiscale da utilizzare. Ciò implica estrema difficoltà nel raggiungere una corretta posizione di bilancio a livello aggregato esclusivamente attraverso il coordinamento orizzontale delle varie politiche fiscali nazionali.

Inoltre, per permettere alla Commissione e al Consiglio di poter implementare con credibilità la procedura per disavanzi eccessivi negli Stati che presentano squilibri di bilancio, in assenza di una capacità fiscale centrale, la politica monetaria dovrebbe disporre di sufficiente spazio per poter rispondere agli shock più gravi. In tal senso la politica monetaria non può essere vincolata dall’ELB, perché altrimenti la stabilizzazione fiscale dovrebbe avvenire attraverso il superamento dei limiti imposti dai trattati o altrimenti istituendo una capacità fiscale centrale che sia in grado di trasferire risorse ai paesi maggiormente in difficoltà.

**Figura 6:** “The euro area policy mix trilemma”



Volendo ripercorrere brevemente le interrelazioni tra politica fiscale e monetaria nel tempo, possiamo affermare come successivamente al collasso della dottrina Keynesiana nella seconda metà degli anni '70, la stabilizzazione del ciclo economico attraverso l'utilizzo della politica fiscale è diventata un qualcosa di sempre più impopolare tra gli accademici e i policymakers europei.

*“Le prime teorie sul corretto policy mix persero così terreno con la stagflazione degli anni '70 e con la rivoluzione delle aspettative razionali in ambito macroeconomico*<sup>26</sup>”

<sup>25</sup> M. Buti e M. Messori, Euro area policy mix: From horizontal to vertical coordination, Centre for economic research, CEPR POLICY INSIGHT No. 113, 2021

<sup>26</sup> E. Bartsch et al., It's all in the mix – How monetary and fiscal policies can work or fail together, CEPR PRESS, GENEVA REPORTS ON THE WORLD ECONOMY 23, 2020

La critica di Lucas, infatti, non solo metteva in dubbio la possibilità di stabilizzare l'economia attraverso l'utilizzo di politiche fiscali discrezionali, ma addirittura affermava come queste potessero avere effetti indesiderati e controproducenti.

Secondo l'economista per rendere effettiva la stabilizzazione attraverso strumenti di politica fiscale è necessario che le autorità dispongano di un alto livello di credibilità, fattispecie che verrebbe meno qualora queste decidessero di sottoporsi ad un alto numero di scelte. In un contesto simile, il compito di stabilizzare il ciclo economico nel breve periodo fu affidato alla politica monetaria attraverso il controllo del tasso di interesse reale ( $r^*$ ), mentre alla politica fiscale sarebbero spettati compiti legati ai problemi strutturali di medio termine e alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel tempo.

Più avanti, nel dibattito emerso durante gli anni '80, viene progressivamente riconsiderata la potenziale utilità della stabilizzazione fiscale, seppur continua a perdurare un forte scetticismo riguardo l'uso di azioni fiscali discrezionali.

L'architettura istituzionale dell'UEM e l'insieme di regole fiscali che ne caratterizzano l'agire rappresentano chiaramente quest'impostazione, in quanto fanno affidamento sugli stabilizzatori automatici (variazioni nelle imposte e nelle spese dovute al ciclo economico) come strumenti principali attraverso cui raggiungere la stabilizzazione fiscale una volta raggiunto l'obiettivo di medio termine prescritto nel PSC di un bilancio in pareggio o in surplus.

In quest'ottica, il raggiungimento di tali obiettivi di medio periodo concederebbe ai Paesi europei sufficiente spazio fiscale per lasciar agire gli stabilizzatori senza che venga superata la soglia del 3% del deficit<sup>27</sup>, così da poter favorire comportamenti politici responsabili improntati al mantenimento di aliquote costanti sia lungo le fasi espansive che durante quelle recessive e riluttanti ad una gestione attiva della politica fiscale.

*“Quest'approccio non discrezionale dovrebbe, almeno in principio, garantire che il budget attuale abbia funzione anticiclica, contribuendo così alla stabilità economica”<sup>28</sup>.*

Tuttavia, non sempre le cose sono andate esattamente come previsto. La recessione dello scorso decennio ha dimostrato come il solo agire degli stabilizzatori non riesca a contenere le dinamiche negative prodotte da eventi particolarmente spiacevoli, così come confermato dallo scoppio improvviso della pandemia. Inoltre, anche durante le congiunture positive dell'economia, la

---

<sup>27</sup> M.J. Artis e M. Buti, Close to Balance or In Surplus, A Policy Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact, Journal of Common Market Studies, 2000

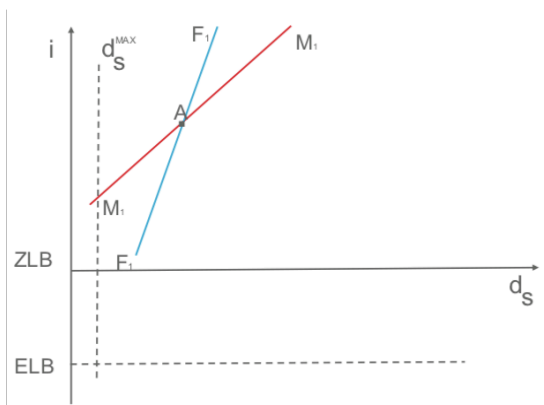
R. Barrell e K. Dury, Will the SGP Ever Be Breached, in The Stability and Growth Pact – The Architecture of Fiscal Policy in EMU, 2001

<sup>28</sup> A. Brunila, M. Buti e Jan in't Veld, Cyclical stabilization under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilizers?, Bank of Finland Discussion Papers, 2002

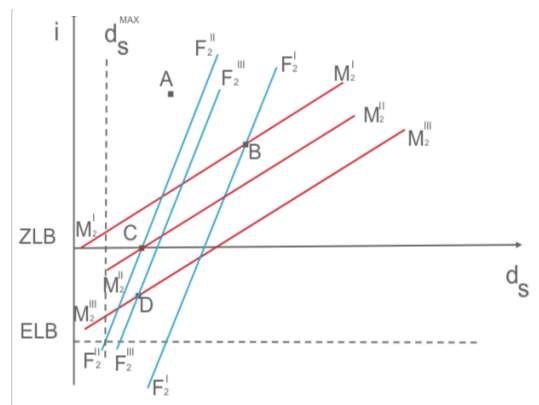
domanda è apparsa spesso carente, così da spingere in zona negativa i tassi d'interesse ed esaurire lo spazio di cui necessita la politica monetaria per portare avanti la propria azione.

Possiamo verificare graficamente l'evoluzione del rapporto tra politica fiscale e politica monetaria dalla nascita dello SME ad oggi, tentando di descrivere il comportamento delle due autorità attraverso due diverse funzioni di reazione in un semplice modello domanda-offerta. Sul lato delle ascisse è misurato il deficit ( $d_s$ ), su quello delle ordinate il tasso d'interesse ( $i$ ), con l'intersezione tra le due funzioni di reazione che determina l'equilibrio di Nash alla fine di ciascun periodo analizzato.

**Figura 7a:** L'equilibrio tra politica monetaria e fiscale alla fine del primo decennio (1999-2007)



**Figura 7b:** L'equilibrio alla fine dei tre sub-periodi del secondo decennio (2008-2019)



**Fonte:** lavoro di M. Buti e M. Messori

Nel primo decennio (1999-2007) la soluzione temporanea al trilemma è stata garantita dalle autorità monetarie<sup>29</sup>, con la Bce che disponeva di sufficiente spazio per gestire le dinamiche dell'inflazione e mantenere l'attività economica vicino al suo livello potenziale<sup>30</sup>. La politica fiscale in questa fase venne investita del compito di tener sotto controllo i disavanzi di bilancio per risanare una situazione debitoria che, soprattutto in alcuni Stati, destava più di qualche preoccupazione, obiettivo che fu parzialmente raggiunto grazie ad una crescita economia relativamente sostenuta (+2,3% in media nel periodo), all'impatto degli stabilizzatori automatici e alla diminuzione del costo del debito.

Parzialmente, poiché come è possibile notare in figura, malgrado gli sforzi degli Stati, mediamente la riduzione dei deficit strutturali non è stata sufficiente per poter soddisfare gli obiettivi di medio termine ( $d_s^{max} < d_s^A$ ).

<sup>29</sup> M. Buti e M. Messori, Euro area policy mix: From horizontal to vertical coordination, Centre for economic research, CEPR POLICY INSIGHT No. 113, 2021

<sup>30</sup> O. Blanchard, J. Gali, Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model, Journal of Money, Credit and Banking, 2007

La crisi finanziaria globale del 2008 scosse tale equilibrio, con le autorità che nel corso del decennio successivo faranno ricorso a diversi policy mix ricollegabili a tre distinti sub-periodi.

Una prima fase (2008-2010) in cui le autorità monetarie e fiscali introdussero misure congiunte per fronteggiare gli effetti negativi della crisi, riducendo nuovamente (un aumento era stato deciso all'inizio del 2008) i tassi, rafforzando le operazioni di mercato aperto e introducendo politiche fiscali discrezionali pari all'1,5% a partire dal 2009. L'effetto di questa espansione coordinata può essere catturato dallo spostamento dell'equilibrio dal punto A al punto B.

All'inizio della seconda fase (2011-2014) l'espansione fiscale fu bruscamente interrotta, gli Stati pensarono erroneamente di aver superato la crisi internazionale e le preoccupazioni passarono da fattori legati alla stabilizzazione alla sostenibilità delle finanze pubbliche. *“L'intera area euro entrò in un circolo vizioso in cui i difetti istituzionali, come l'assenza di un prestatore di ultima istanza che assicurasse la solvibilità dei debiti degli Stati sovrani, e i dubbi riguardo la sua integrità fecero in modo che le dinamiche del debito e le crisi bancarie si alimentassero a vicenda”*<sup>31</sup>.

Le norme di bilancio vennero rese ancor più stringenti rispetto a quanto già previsto nel Patto di stabilità e crescita grazie all'adozione del six pack, del two pack e del Fiscal compact, misure che resero il quadro di bilancio ancor più prociclico.

La politica monetaria nel frattempo, dopo aver proceduto al rialzo dei tassi a metà 2011, rispose prontamente al rapido peggioramento della situazione e all'incombere della crisi dei debiti sovrani rilassando la propria azione e fornendo aiuto agli Stati più colpiti grazie a misure convenzionali, come le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) e le transazioni monetarie definitive (OMT), ed altre non convenzionali, come il QE (Quantitative easing) o l'APP (Asset purchase programme), che prevedevano l'acquisto da parte della Bce di attività finanziarie ad alto rating fornite dalle banche commerciali, tra cui le varie obbligazioni emesse dai governi nazionali.

Graficamente l'effetto dell'insieme di misure adottate può essere rappresentato attraverso lo spostamento del punto di equilibrio da B a C, con i tassi d'interesse che diminuiscono bruscamente fino a raggiungere lo ZLB<sup>32</sup>.

Nell'ultima fase (2015-2019) la politica monetaria ha continuato a fornire il suo supporto essenzialmente attraverso misure non convenzionali, in particolare rafforzando l'APP ed introducendo un nuovo programma chiamato *Targeted-LTRO*, spingendo i tassi in territorio ancor più negativo fino a raggiungere l'ELB<sup>33</sup> (D).

---

<sup>31</sup> M. Buti e M. Messori, Euro area policy mix: From horizontal to vertical coordination, Centre for economic research, CEPR POLICY INSIGHT No. 113, 2021

<sup>32</sup> “Zero lower bound”,

<sup>33</sup> “Effective lower bound”,

La politica fiscale, nel frattempo, passa ad un approccio più neutrale rispetto agli anni precedenti, accogliendo le indicazioni della Commissione Juncker del 2015.

Tuttavia, questi risultati vengono raggiunti attraverso una scorretta distribuzione delle posizioni di bilancio tra gli Stati membri, troppo rilassata nei paesi ad alto debito e con scarso spazio fiscale e, viceversa, restrittiva in quelli con spazio sufficiente.

La pandemia sembrerebbe ora aver messo definitivamente alla luce tutta la precarietà del sistema europeo, convincendo così i policymakers della necessità di rivederne l'approccio alla base.

Dopo decenni in cui la crescita economica è stata sacrificata a vantaggio di politiche volte al controllo dei bilanci, gli scarsi risultati raggiunti e le recenti difficoltà hanno alimentato le richieste di quanti vorrebbero una revisione delle regole.

È la Commissione stessa a febbraio 2020<sup>34</sup> ad evidenziare come, malgrado gli sforzi compiuti nel tempo dagli Stati per adeguarsi alla rigida disciplina di bilancio, i limiti siano evidenti.

Le politiche degli Stati membri, infatti, come abbiamo già evidenziato, sono risultate eccessivamente pro-cicliche negli ultimi anni soprattutto nei periodi di relativa crescita economica, gli investimenti sono stati sacrificati per finanziare una maggiore spesa corrente e in generale sono emersi diversi dubbi di carattere metodologico legati all'affidabilità delle variabili inosservabili su cui l'intero sistema e il relativo monitoraggio si fonda.

**Box di approfondimento 2:** *Un semplice modello AD-AS per valutare l'efficacia degli stabilizzatori automatici in caso di shock all'economia.*

Come diversi studi suggeriscono<sup>35</sup>, *“gli stabilizzatori automatici tendono ad aumentare in relazione all'ampiezza del settore pubblico, alla quota relativa di tassazione delle basi imponibili maggiormente sensibili alle variazioni del ciclo, alla generosità dei meccanismi a tutela della disoccupazione e alla sensibilità della disoccupazione rispetto alle fluttuazioni nell'output”*<sup>36</sup>.

Possiamo tentare di valutare, attraverso un semplice modello AD-AS, l'effetto degli stabilizzatori automatici sul prodotto e sui prezzi, ipotizzando diversi tipi di shock economici:

$$1) y^d = \phi_1 d - \phi_2 (i - \pi^e) - \phi_3 \pi - \phi_4 y + \varepsilon_d$$

$$2) y^s = w(\pi - \pi^e) + \varepsilon_s$$

<sup>34</sup> <https://www.eesc.europa.eu/it/documents/commission-chapeau-communication-26-february-2020-2020-european-semester-assessment-progress-structural-reforms>

<sup>35</sup> Gali (1994) Rodrik (1998) Fatas e Mihov (2001)

<sup>36</sup> A. Brunila, M. Buti e Jan in't Veld, Cyclical stabilization under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilizers?, Bank of Finland Discussion Papers, 2002

Nella prima equazione, di tipo IS, la domanda aggregata ( $y^d$ ) dipende dal deficit rispetto al Pil ( $d$ ), dal tasso d'interesse reale ( $i - \pi^e$ ) e da uno shock temporaneo della domanda ( $\varepsilon_d$ ).

Anche la bilancia commerciale ( $NX = X - IM$ ) determina il livello di produzione, tuttavia, per non rendere eccessivamente complesso il modello, non vengono presi in considerazione gli effetti prodotti sull'economia domestica dal resto dei paesi facenti parte dell'unione monetaria.

Il saldo con l'estero dipende quindi esclusivamente da  $y$  (effetto assorbimento) e da  $\pi$  (effetto competitività).

La seconda equazione invece è una curva di offerta di Lucas-Phillips in cui l'offerta aggregata ( $y^s$ ) dipende dall'errore nelle aspettative di inflazione ( $\pi - \pi^e$ ) e da uno shock di offerta ( $\varepsilon_s$ ) che può essere temporaneo o meno. Bisogna ricordare come tutte le variabili siano espresse in termini di variazioni rispetto ai valori di partenza.

Qualora i *policy makers* volessero portare avanti un tipo di politica completamente priva di discrezionalità, facendo affidamento esclusivamente sugli stabilizzatori, il deficit sarebbe così ridotto esclusivamente alla sua componente ciclica:

$$d = -\alpha y \quad \text{con } \alpha = \text{parametro di sensitività degli stabilizzatori automatici}$$

Viene poi ipotizzato che le autorità responsabili delle politiche monetarie stabiliscano il tasso d'interesse ( $i$ ) facendo riferimento ad una semplice regola di Taylor:

$$i = \lambda(\pi + \beta y) \quad \text{con } \beta = \text{preferenza relativa delle autorità monetarie tra output e inflazione}$$
$$\lambda = \text{grado di attivismo della politica monetaria}$$

Assumendo che il livello di equilibrio del tasso d'interesse assicuri che l'inflazione sia in target nel medio periodo, ovvero quando gli shock sono irrilevanti, il modello può esser risolto per  $y$  e  $\pi$ :

$$3) \quad y = \frac{1}{\mu} [w\varepsilon_d + (\phi_2 + \phi_4)\varepsilon_s]$$

$$4) \quad \pi = \frac{1}{\mu} [\varepsilon_d - w(1 + \phi_1\alpha + \phi_3 + \phi_2\beta)\varepsilon_s]$$

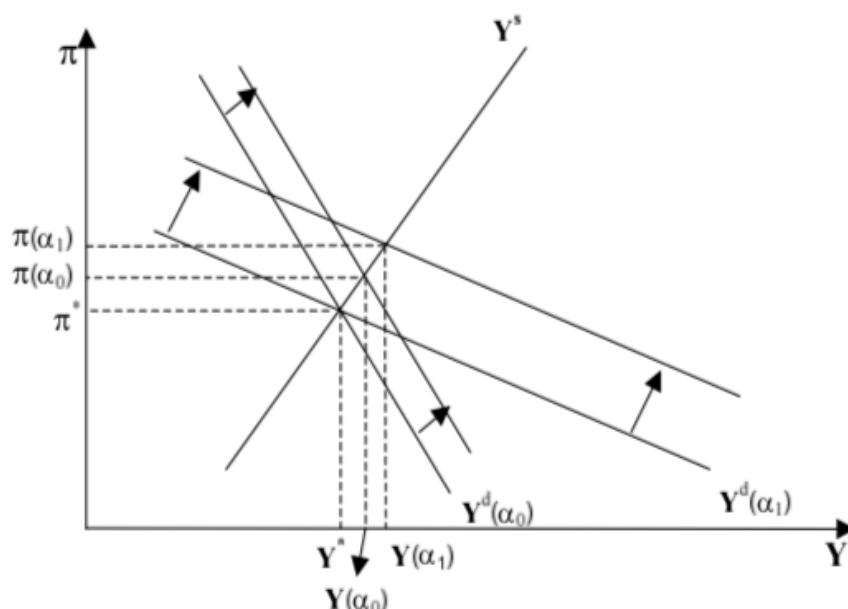
$$\text{con } \mu = w(1 + \phi_1\alpha + \phi_3) + \phi_2(\lambda + \beta w) + \phi_4$$

### ***Shock della domanda aggregata***

Osservando le equazioni (3) e (4), è facile dedurre come un valore più alto di  $\alpha$  ed un maggior grado di apertura dell'economia (valori maggiori di  $\phi_3$  e  $\phi_4$ ) aiutino a stabilizzare prodotto e inflazione in caso di shock della domanda aggregata.

Infatti, assumendo due diversi livelli di stabilizzatori automatici ( $\alpha_0 > \alpha_1$ ), un valore più alto di  $\alpha$  garantisce una maggiore inclinazione della curva di domanda aggregata, oltre ad un minor spostamento di quest'ultima nel caso l'economia fosse colpita da uno shock.

**Figura 8:** Modello domanda-offerta per valutare la risposta di due diversi livelli di stabilizzatori automatici in caso di shock della domanda.



Possiamo quindi notare come prima dello shock l'inflazione fosse sotto controllo e il prodotto effettivo al livello del potenziale, in equilibrio in corrispondenza del punto di coordinate  $(Y^*, \pi^*)$ .

Gli effetti dello spostamento della curva di domanda conseguente allo shock ci permettono di affermare come la presenza di maggiori stabilizzatori automatici ( $\alpha_0$ ) comporti un minor output gap e una minore deviazione del livello dei prezzi rispetto all'equilibrio di partenza.

Nel grafico è rappresentato il caso di uno shock positivo della domanda aggregata, tuttavia le stesse considerazioni con segno opposto sono valide nel caso di improvvisa contrazione della domanda.

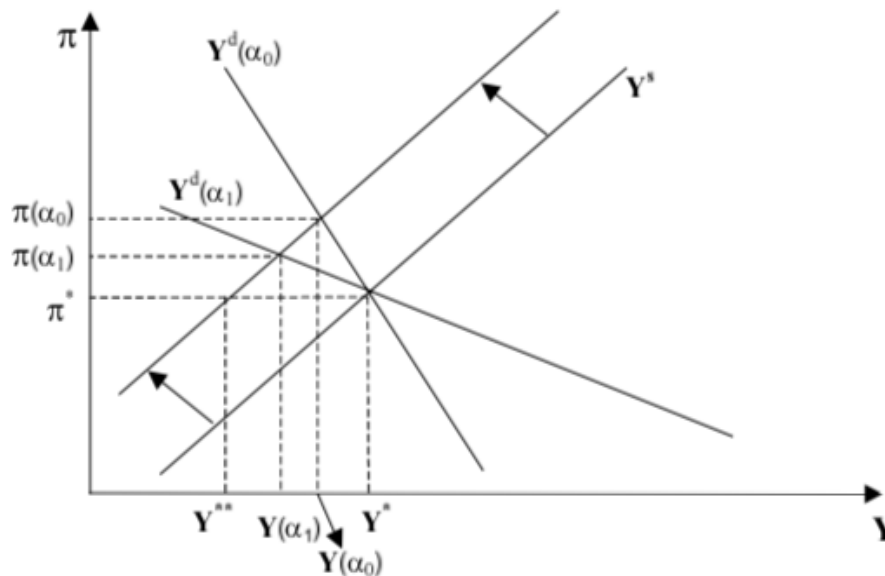
### ***Shock dell'offerta aggregata***

In caso di shock dell'offerta bisogna distinguere tra ciò che si verifica nel breve periodo, quando gli effetti sono temporanei e non colpiscono l'output potenziale, rispetto a quello che accade nel

medio-lungo periodo in cui lo shock può diventare permanente, causando una caduta irreversibile del prodotto potenziale.

Nel primo caso, le equazioni (3) e (4) ci permettono di verificare come maggiori stabilizzatori automatici ( $\alpha_0$ ) siano in grado di ridurre la variazione di prodotto, al costo però di un maggiore aumento dell'inflazione rispetto al valore target.

**Figura 9:** Modello domanda-offerta per valutare la risposta di due diversi livelli di stabilizzatori automatici in caso di shock dell'offerta



Se lo shock si rivelasse irreversibile, il nuovo output gap e il nuovo valore dell'inflazione sarebbero calcolati a partire dalle equazioni (3) e (4) nel modo seguente:

$$y - \varepsilon_s = -\frac{\varepsilon_s}{\mu} [w(1 + \phi_1\alpha + \phi_3) + \phi_2\beta w]$$

$$\pi = \frac{\varepsilon_s}{\mu w} [w(1 + \phi_1\alpha + \phi_3) + \phi_2\beta w]$$

In questo caso un valore più alto di  $\alpha$  determina un maggior gap tra il prodotto effettivo e il nuovo prodotto potenziale ( $Y^{**}$ ), risultando di conseguenza un fattore di destabilizzazione sia per l'output che per l'inflazione. Se la banca centrale avesse come obiettivo primario il mantenimento dell'inflazione ad un livello pari a  $\pi^*$ , proprio come previsto dal mandato della Bce, sarebbe possibile raggiungerlo nuovamente solo accettando che il prodotto effettivo diminuisca fino a raggiungere il nuovo prodotto potenziale.



## **Covid-19, quale il giusto policy mix per il futuro?**

Alla luce della fragilità del sistema europeo nel rispondere a eventi improvvisi e devastanti come la pandemia da Covid-19, sembrerebbe sensato domandarsi quale potrebbe essere il policy mix più corretto per raggiungere la stabilità macroeconomica negli anni a venire.

Come sottolineato già nel 2019 da M. Draghi nel corso di un'intervista per il Financial Times, mentre vengono portate avanti le politiche monetarie non convenzionali, "è comune la richiesta nei confronti della politica fiscale "di fare la sua parte", ossia di svolgere un ruolo più importante ai fini della stabilizzazione"<sup>37</sup>.

Infatti, già a partire dalla crisi finanziaria si era manifestata l'esigenza di ricorrere congiuntamente alle due politiche per stabilizzare il ciclo, tuttavia, il ritiro troppo affrettato del giusto supporto da parte della politica fiscale e il consolidamento dei bilanci ha comportato un'ulteriore caduta dei tassi d'interesse che hanno presto assunto valori pari o inferiori a zero.

Questa volta, in risposta alla crisi pandemica, si è cercato di attivare quanto più rapidamente possibile una serie di misure fiscali e monetarie per garantire un supporto eccezionale ma necessario per fronteggiare l'impatto negativo del lockdown e delle misure di distanziamento sociale su produzione e salari. In questo contesto le autorità monetarie hanno intensificato l'utilizzo delle politiche non convenzionali per sostenere lo shock di liquidità subito da imprese e consumatori, con le autorità fiscali parallelamente impegnate ad amplificare l'effetto anticiclico degli stabilizzatori attraverso una serie di misure, tra cui l'attivazione della clausola sospensiva del PSC.

Inoltre, per permettere una ripresa repentina e garantire la credibilità dei bilanci nazionali, è stata stabilita l'istituzione di una capacità fiscale a livello centrale. Tale iniziativa, unicum nella storia dell'unione, garantirebbe un policy mix più adeguato grazie al coordinamento verticale delle politiche fiscali.

Semberebbe tuttavia che, in assenza di un cambiamento alla normativa di bilancio, entrambe le politiche si stiano spingendo oltre il proprio limite. Infatti, da una parte le misure fiscali sono state introdotte nonostante già prima della crisi gli Stati europei avessero raggiunto dei livelli di debito pubblico senza precedenti e dall'altra, è evidente come gli strumenti convenzionali di politica monetaria siano ormai inefficaci, con quelli non convenzionali incapaci di sortire eguali effetti ai fini della stabilizzazione.

Ciò che continua a destare qualche preoccupazione è la possibilità che tutta questa serie di vincoli unita all'utilizzo di strumenti eccezionali possa ben presto condurre a una nuova crisi sovrana, cosicché uno degli obiettivi per i policymakers dovrebbe essere quello di tentare di ridare efficacia

quanto più presto possibile agli strumenti monetari convenzionali e ritrovare il giusto spazio per lasciare la politica fiscale libera di agire. Una volta ristabiliti gli strumenti convenzionali, si potrebbe procedere alla consolidazione fiscale, facendo tornare la politica monetaria la principale protagonista della stabilizzazione in un contesto di re-normalizzazione dello scenario macroeconomico complessivo.

Una proposta che va in questa direzione è quella formulata da Blanchard et al. (2020) i quali sottolineano come un tasso d'interesse d'equilibrio negativo comporti un tasso d'interesse corretto per la crescita ( $i - g$ ) altrettanto negativo, situazione in cui i governi sarebbero in grado di finanziarie politiche discrezionali senza aumentare il rapporto tra debito e Pil, riportando inoltre i tassi d'interesse in positivo.

Tale proposta fonda la sua validità su un semplice modello che permette di riassumere le dinamiche del debito tra un anno e quello successivo, spesso utilizzato per valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche in un dato paese:

$$b_t - b_{t-1} = \left( \frac{i - g}{1 + g} \right) b_{t-1} - s$$

Dove  $b$  rappresenta il rapporto tra debito pubblico e Pil,  $i$  il tasso d'interesse nominale,  $g$  la crescita economica nominale e infine  $s$  il rapporto tra il saldo primario e il Pil.

Un debito viene definito sostenibile fin quando le probabilità di una sua esplosione o di un default rimangono basse, motivo per il quale è possibile fare due considerazioni diverse, una per il caso in cui il tasso d'interesse risulta maggiore rispetto alla crescita economica, come effettivamente avveniva negli anni in cui le regole europee sono state architettate, l'altra per il caso opposto, ossia quello che si è verificato negli ultimi anni in cui il tasso d'interesse è inferiore al tasso di crescita dell'economia.

Tralasciando volutamente la prima fattispecie, ricordiamo comunque come sia stata in parte fondata su di essa l'argomentazione di coloro i quali chiedevano a gran voce la necessità di vincoli fiscali e più in generale di una politica fiscale attenta alle dinamiche del debito, in quanto esisterebbe, per ogni valore del debito rispetto al Pil ( $b$ ), un livello corrispondente del saldo di bilancio primario ( $s$ ) oltre il quale la dinamica del debito sarebbe destinata ad esplodere.

Valore che può essere ricavato con semplicità risolvendo l'equazione precedente, assumendo che il debito rimanga costante ( $b_t - b_{t-1} = 0$ )

$$s = b \left( \frac{i - g}{1 + g} \right)$$

Tuttavia, l'appiattimento dei rendimenti dei titoli di Stato nel periodo recente concede oggi ai policymakers la possibilità di affrontare con più serenità la questione della sostenibilità del debito, poiché nel caso in cui  $(i - g) < 0$  è possibile esprimere una serie di considerazioni differenti.

Per prima cosa, qualunque sia il saldo primario di bilancio, mantenendolo costante nel tempo, il debito non può esplodere ma esclusivamente convergere verso un valore finito.

Inoltre, qualora un paese presentasse un avanzo primario costante, sarebbe in grado di diminuire il proprio debito fino a raggiungere un valore negativo.

Infine, risulta possibile mantenere stabile la dinamica del debito senza dover far registrare per forza degli avanzi primari, in quanto realizzabile anche presentando per sempre dei conti in deficit<sup>38</sup>.

Quanto descritto finora può essere rappresentato attraverso un semplice esempio numerico, immaginando ad esempio che  $\left(\frac{i-g}{1+g}\right)$  sia pari a -2% e quindi  $(i - g) < 0$ .

Se i governi volessero stabilizzare il debito in corrispondenza di un valore pari al 100% rispetto al Pil (media europea attuale), basterebbe far registrare per ogni anno dei disavanzi primari pari al 2%. Deficit maggiori aumenterebbero senza dubbio il rapporto, permettendo comunque di stabilizzarlo in corrispondenza di un valore finito, ad esempio un deficit costantemente pari al 3% farebbe crescere il rapporto fino a stabilizzarsi al 150%.

Le implicazioni sono enormi, infatti qualunque sia il deficit primario il debito non sarebbe destinato ad esplodere, almeno fin quando la crescita economica rimane superiore rispetto ai tassi.

Idealmente questo modello sembrerebbe poter contestare la legittimità dell'intero apparato normativo su cui si fonda la disciplina fiscale europea, tuttavia, esisterebbero almeno due problemi che impediscono di far un cieco affidamento, soprattutto nel lungo periodo, su di esso.

Per prima cosa, il fatto che il tasso d'interesse sia ai minimi storici non deve lasciar pensare che alti livelli di debito non abbiano alcun effetto sui rendimenti.

Infatti, pur omettendo il rischio di default per quei paesi con un debito pubblico ritenuto eccessivo, il livello del debito di uno Stato può influenzare i rendimenti obbligazionari tramite due canali differenti, l'effetto spiazzamento del capitale e l'incremento dell'offerta disponibile di obbligazioni statali.

Tornando all'esempio precedente, l'incremento ipotizzato pari a 50 punti percentuali nel rapporto debito-Pil farebbe cambiare nel tempo il segno di  $(i - g)$ , da negativo a positivo, riattivando le considerazioni di sostenibilità che determinarono le scelte fatte a Maastricht.

Arriviamo così al secondo problema, infatti le considerazioni fatte fin ora sono basate sulla possibilità di poter prevedere con certezza i valori del tasso d'interesse, della crescita e del saldo di

---

<sup>38</sup> O. Blanchard et al., Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards, Peterson Institute for International Economics, 2021

bilancio, risultando eccessivamente statico ed incapace di rappresentare la grande incertezza che aleggia intorno ad essi.

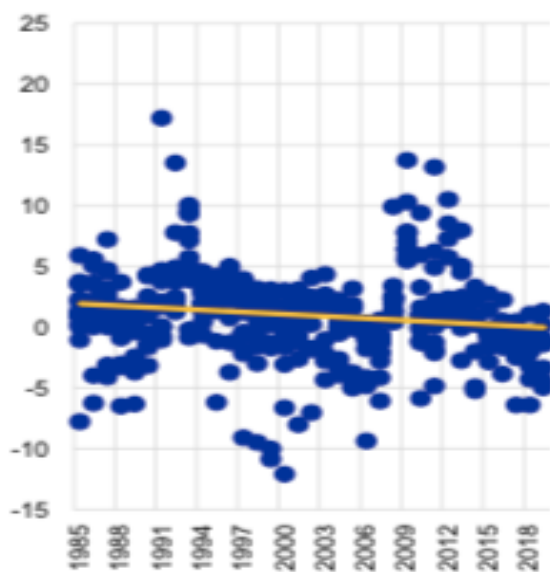
Seppur da una prospettiva storica non sia impossibile rinvenire altri momenti in cui il differenziale tra tassi d'interesse e crescita risulta negativo, una serie di studi lasciano intendere come sia un'eventualità transitoria, poiché nel lungo periodo il differenziale risulterebbe di segno positivo. Nelle figure 9a e 9b, è riassunta l'evoluzione nel rapporto tra le due variabili dalla nascita dell'UEM ad oggi nelle economie europee più mature (EU-12).

**Figure 10a e 10b:** Evoluzione negli anni del differenziale tra tasso d'interesse e crescita ( $i - g$ )

i-g	Overall period 1999-2019	Period before great financial crisis (GFC) 1999-2007	Period of GFC 2008-11	Period after GFC 2012-19	Recent period 2015-19
EA-19 aggregate	0.8	0.6	2.8	0.1	-1.0

### Interest rate – growth differential

(percentage points, annual)



**Fonte:** lavoro svolto da X. Debrun et al. sulla base dei dati contenuti nel dataset (Spring 2020 vintage) AMECO della Commissione Europea

Fatte le dovute premesse, almeno nel breve periodo sembrerebbe possibile ricorrere alla spesa in deficit senza che questa comporti un onere eccessivo per la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Quella che però in tempi normali corrisponde a una possibilità, diventa presto una necessità in una fase di stagnazione come quella in cui si trova attualmente impantanata l'economia, poiché una politica fiscale espansiva permetterebbe di ridare efficacia agli strumenti di cui normalmente le autorità

monetarie dispongono. L'espansione fiscale avrebbe ripercussioni sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta.

Con riferimento agli effetti sulla domanda, *“i cambiamenti nelle politiche fiscali influenzano le scelte di consumo e di investimento, generando un effetto benessere negativo per degli agenti*

*Ricardiani in grado di comprendere che un'espansione fiscale al giorno d'oggi implica una riduzione del reddito a causa di tasse più elevate in futuro*"<sup>39</sup>.

Ciononostante, anche qualora effettivamente si verificasse questo effetto benessere negativo, sarebbe più che compensato dagli effetti positivi legati ad un maggior reddito disponibile per gli individui a seguito dell'espansione fiscale. Un altro canale attraverso cui gli effetti di un'espansione fiscale si propagano sulla domanda è quello del tasso d'interesse. La variazione nella spesa pubblica accelera infatti le aspettative sull'inflazione futura, così da porre le autorità monetarie di fronte ad una scelta, compensare le più alte aspettative d'inflazione agendo sui tassi d'interesse nominali o in alternativa mantenere costanti i tassi nominali e accettare che un'inflazione maggiore funga da stimolo all'economia attraverso la riduzione dei tassi d'interesse reali.

Più semplici da valutare, gli effetti di un'espansione fiscale sull'offerta sono legati alle implicazioni che una variazione della spesa pubblica può avere sulle scelte individuali di lavoro.

Politiche eccessivamente assistenziali rischierebbero di alterare il trade-off tra lavoro e tempo libero, spingendo le persone a lavorare meno di quanto avrebbero fatto in assenza di integrazioni al salario.

Visti i numerosi canali attraverso cui la politica fiscale può influenzare l'economia, la sua efficacia non può essere facilmente valutata a priori.

L'indicatore spesso utilizzato per catturarne gli effetti è il c.d. "*moltiplicatore fiscale*", il quale rappresenta l'incremento in termini di Pil dovuto ad un euro di aumenti di spesa o di sgravi fiscali ed ha un valore che non è univoco ma dipende da moltissimi fattori diversi, come ad esempio lo strumento utilizzato per l'espansione fiscale, il livello di indebitamento, il livello di ineguaglianza, i problemi di implementazione, l'orientamento della politica monetaria, il grado di decentralizzazione, lo stato dell'economia, l'incertezza, il regime dei cambi, l'apertura dell'economia, etc<sup>40</sup>.

In conclusione, la pandemia ha reso ancor più evidente l'esigenza di far affidamento su un corretto policy mix per affrontare le nuove sfide macroeconomiche.

Infatti, anni di bassa inflazione e il declino del tasso d'interesse naturale mettono in luce delle problematiche evidenti nell'architettura europea. Negli stessi anni, performance di crescita eterogenee tra i paesi membri dell'unione hanno causato una scorretta distribuzione delle posizioni di bilancio.

In un contesto simile, la politica monetaria beneficerebbe di un'efficiente stabilizzazione fiscale, potendone addirittura aumentare l'efficacia mantenendo dei tassi bassi per il tempo necessario a

---

<sup>39</sup> E. Pappa, Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area, ECB forum on central Banking, 2020

<sup>40</sup> Ivi

recuperare completamente la perdita di prodotto. Così facendo si aumenterebbe l'intensità dei moltiplicatori di bilancio e si creerebbe ulteriore spazio fiscale, in linea con la nozione di *complementarità strategica* tra i due principali strumenti di politica macroeconomica<sup>41</sup>.

Durante questa fase, inoltre, potrebbero essere parzialmente messi da parte i discorsi riguardo la sostenibilità del debito, poiché un differenziale negativo tra tassi d'interesse e tassi di crescita limiterebbe le dinamiche del debito, non permettendogli di oltrepassare un certo limite finito in corrispondenza di cui il rapporto sarebbe destinato a stabilizzarsi.

Gli effetti di una politica fiscale più rilassata si tradurrebbero presto in un rialzo progressivo dei tassi, cui seguirebbe il ristabilimento dell'efficacia degli strumenti convenzionali di politica monetaria e perciò il ritorno ad una situazione in cui questa tornerebbe ad essere la vera protagonista della stabilizzazione economica.

Ben presto si dovrà però tornare alla stringente disciplina imposta dai trattati europei, sottoponendo molto probabilmente ad una nuova sfida l'ambizioso progetto di un'unione monetaria con politiche fiscali gestite a livello nazionale. Infatti, in mancanza di ulteriore coordinamento, i paesi potrebbero non essere più in grado di comprendersi l'un l'altro mettendo a serio rischio il futuro dell'unione stessa. Per questo motivo già da tempo diversi Stati chiedono a gran voce una revisione delle regole, tuttavia, *“per comprendere come riformare il sistema attuale di governance bisogna prima analizzare le origini delle regole fiscali attuali, come si sono evolute nel tempo e la loro efficacia nel contrastare l'attuale fase economica sfavorevole”*<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> X. Debrun et al., Monetary-fiscal policy interactions in the euro area, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2021

<sup>42</sup> E. Pappa, Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area, ECB forum on central Banking, 2020

## CAPITOLO 2: L'EVOLUZIONE DELLA GOVERNANCE ECONOMICA EUROPEA

### Il trattato di Maastricht

L'adozione della moneta unica, benché da tempo all'interno dell'agenda politica europea, è un fenomeno che è stato messo concretamente in moto solo a partire dall'aprile del 1989 quando la "Commissione Delors" presentò il report che le era stato precedentemente commissionato nel Concilio Europeo tenutosi ad Hannover il 27 e il 28 giugno del 1988.

Il Rapporto Delors, pur prendendo le mosse dal piano Werner, *"può essere considerato come il primo progetto ufficiale che tenta di affrontare e risolvere il tema dell'unione monetaria europea in termini di riforma e di creazione di un sistema monetario analogo a quelli degli Stati unitari"*<sup>43</sup>.

Già in precedenza, con l'adozione dell'atto unico europeo, era divenuto chiaro come il potenziale del mercato interno non poteva essere sviluppato a pieno se prima non fossero stati eliminati gli alti costi di transazione dovuti alla conversione tra le valute e all'incertezza generata dalle fluttuazioni del cambio. Economisti di diversa formazione accademica criticarono in quegli anni quello che definirono *"quartetto impossibile"*, trovandosi sorprendentemente d'accordo nel sostenere come non fosse possibile, per quanto possa risultare cosa desiderabile, realizzare contemporaneamente quattro obiettivi: piena libertà dei movimenti dei capitali; sistema di cambi fissi; libera circolazione delle merci; autonomia nazionale nella conduzione della politica monetaria.

Questi risulterebbero inconciliabili poiché, adottando un sistema di cambi fissi, non è possibile che ciascuno Stato conduca in maniera indipendente la sua politica monetaria. *"Se le politiche risultassero tra loro incoerenti, le tensioni si riverserebbero sul sistema dei cambi; tensioni che potrebbero condurre addirittura alla rottura del sistema stesso, a meno che esso non venga difeso artificialmente, ponendo limiti alla libertà di movimento dei capitali o ostacolando la libera circolazione delle merci"*<sup>44</sup>.

Il Trattato può così esser letto in una nuova accezione, ossia come il punto di arrivo dopo anni di bilanciamento tra i quattro elementi, il momento in cui divenne palese la necessità di rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri o, meglio ancora, di raggiungere l'unificazione monetaria.

Il Rapporto Delors<sup>45</sup> del 1989 definì delle tempistiche ben precise attraverso cui raggiungere la completa integrazione monetaria, il culmine dell'integrazione europea. Questo, infatti,

---

<sup>43</sup> T. Padoa-Schioppa, L'Europa verso l'unione monetaria. Dallo Sme al trattato di Maastricht, Einaudi, 1992

<sup>44</sup> T. Padoa-Schioppa, L'Unione monetaria europea e l'Italia, Associazione Italiana per gli Studi di Politica Estera, 1992

<sup>45</sup> J. Delors et al., Committee for the study of economic and monetary union, Report on economic and monetary union in the European Community, 1989

indicava chiaramente la necessità di portare a compimento un'unione politica monetaria tra gli Stati, intesa come *“il passaggio da dodici politiche monetarie formalmente indipendenti a una politica unica”*<sup>46</sup>.

Argomentava inoltre come l'UEM, senza convergenza fiscale, avrebbe generato instabilità economica e raccomandava dunque che venissero introdotte misure ben precise per limitare il finanziamento di ampi deficit da parte degli Stati.

A tal proposito evidenziava come fosse necessario migliorare il coordinamento delle politiche economiche, stabilire norme fiscali per contenere i disavanzi dei bilanci nazionali e creare un'istituzione indipendente in seno all'UE che avesse il controllo sulla politica monetaria dell'unione: la Banca centrale europea (BCE).

Il sistema dei cambi fissi è infatti insufficiente a garantire una reale unione monetaria, la presenza di una banca centrale che conduce autonomamente la politica monetaria è l'elemento necessario per poter parlare di unione monetaria.

Fu così dato avvio con il Consiglio di Madrid del 1989, su indicazione del rapporto Delors, alla prima fase attraverso cui introdurre l'UEM, ovvero la completa liberalizzazione dei movimenti dei capitali a partire dal 1° luglio 1990.

Nel frattempo, nel dicembre 1989, il Consiglio di Strasburgo promosse una conferenza intergovernativa per individuare i cambiamenti da apportare al trattato necessari per dar vita all'UEM. Il Trattato sull'Ue, firmato a Maastricht nel febbraio 1992 dopo un anno di difficili trattative, ratificato nell'ottobre 1993 ed entrato in vigore a novembre dello stesso anno, ha costituito una tappa fondamentale nel percorso verso la moneta unica.

Gli avvenimenti di Maastricht, tuttavia, sembrerebbero essersi svolti senza suscitare un diffuso interesse da parte dei cittadini europei, nonostante, come fatto notare da T.P.Schioppa<sup>47</sup>, in futuro si guarderà a questo momento come l'evento più importante dell'unificazione europea, ma anche come il momento in cui si è passati dalla fase dei trattati internazionali a quella della realizzazione di una costituzione europea condivisa dagli Stati e preminente rispetto a quella statale.

Tale accordo può infatti esser visto come *“la cresta dell'onda dell'integrazione europea che era partita già dalla metà degli anni Ottanta”*<sup>48</sup>.

Il processo che portò alla sua adozione, tuttavia, fu tutt'altro che lineare. Esso fu infatti approvato con un ritardo di tredici mesi rispetto alle aspettative a causa dell'ondata di sfiducia che travolse i mercati

---

<sup>46</sup> T. Padoa-Schioppa, L'Europa verso l'unione monetaria. Dallo Sme al trattato di Maastricht, Einaudi, 1992

<sup>47</sup> *Ibidem*

<sup>48</sup> W. H. Buitler, G. Corsetti, N. Roubini, “Excessive Deficits”: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, CEPR Discussion Papers, 1992



dopo che in Danimarca, Stato che aveva subordinato la sua adesione al Trattato all'esito di un referendum popolare, vinse il no (50,7%).

Anche l'elettorato irlandese e quello francese furono chiamati ad esprimere un proprio giudizio circa la volontà o meno di abbracciare il progetto europeo. In entrambi i casi il voto si rivelò favorevole, ma la maggioranza risicata con cui fu approvato il quesito destò non poche preoccupazioni agli addetti ai lavori circa lo scetticismo dei cittadini.

A complicare ulteriormente il quadro ci fu in quei mesi un'ondata speculativa che investì l'Europa che decretò un rallentamento delle politiche di risanamento dei bilanci ed obbligò Italia e Regno Unito ad abbandonare il sistema di cambio rispettivamente con lira e sterlina.

A migliorare la situazione e salvaguardare il progetto europeo ci fu il già citato esito del referendum francese, oltre ad un nuovo referendum in Danimarca (1993) che questa volta si concluse in senso filoeuropeo.

L'idea sottostante al Trattato e alla realizzazione della moneta unica è *“quella di ricondurre parte della sovranità degli Stati all'interno di un ordinamento sovranazionale comune legalmente costituito”*<sup>49</sup> attraverso *“una strategia basata su due principi, la transizione graduale verso l'unione monetaria e la subordinazione dell'ingresso nell'unione al soddisfacimento dei cosiddetti criteri di convergenza”*<sup>50</sup>.

Questi furono introdotti di comune accordo tra gli Stati, spaventati che *“un'unione monetaria senza un sufficiente grado di convergenza potesse risultare fragile, oltre che fonte di tensioni sociali”*<sup>51</sup>.

Un'eventualità di cui si discuteva già vent'anni prima, quando nei dibattiti che avrebbero preceduto la nascita dell'Ue si scontravano due visioni alternative e opposte: quella di chi sosteneva che le prestazioni dell'economia (crescita, stabilità, ecc) fossero preminenti rispetto agli accordi monetari, e quella di chi affermava invece la priorità delle politiche monetarie.

La versione estrema delle argomentazioni utilizzate dai primi era nota come “approccio del coronamento” e affermava che l'unione monetaria sarebbe stata appunto il coronamento dopo un lungo periodo di perfetta convergenza tra gli Stati membri. A quest'idea altri economisti rispondevano che, indipendentemente dalle condizioni di convergenza, era prioritario raggiungere l'integrazione delle politiche monetarie poiché la realizzazione degli obiettivi economici avrebbe seguito come effetto.

---

<sup>49</sup> D. Schilirò, I criteri del Trattato di Maastricht, l'Europa e l'euro: debito pubblico in Italia e crescita, DESMaS “V. Pareto” Università degli Studi di Messina, 2002

<sup>50</sup> P. De Grauwe, Economia dell'unione monetaria, il Mulino, 2016

<sup>51</sup> W. H. Buitler, G. Corsetti, N. Roubini, “Excessive Deficits”: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, CEPR Discussion Papers, 1992

Tuttavia, non si optò né per l'una né per l'altra soluzione. Il Rapporto Delors indicava una linea che andava sotto il nome di “parallelismo”, affermando come fosse necessario raggiungere parallelamente l'integrazione economica e quella monetaria, così da evitare tensioni che avrebbero potuto causare tensioni economiche oltre alla perdita del sostegno politico necessario per completare il progetto di trasformazione della Comunità.

Le fasi attraverso cui introdurre l'Unione Economica e Monetaria sarebbero state tre:

1. Prima fase (1° luglio 1990 – 31 dicembre 1993): Libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri. In questa fase vengono compiuti sforzi per completare il mercato interno e far convergere le variabili reali e monetarie delle diverse economie europee.
2. Seconda fase (1° gennaio 1994 – 31 dicembre 1998): Convergenza delle politiche economiche degli Stati membri e rafforzamento della cooperazione fra le varie banche centrali nazionali.
3. Terza fase (1° gennaio 1999 – in corso): Nascita di una politica monetaria comune, da condizionare al raggiungimento di un sufficiente livello di convergenza tra i vari paesi sulla base di determinati criteri scritti nel Trattato. Viene fissato irrevocabilmente il cambio tra le valute locali e l'euro, dando luogo al trasferimento della sovranità monetaria dagli organismi nazionali a quelli sovranazionali.

Nel definire le fasi istitutive, *“si affidavano le competenze in materia di politica monetaria, in prospettiva, alla Banca centrale europea e si definivano quattro parametri piuttosto rigorosi, specie con riferimento alle politiche in materia di indebitamento e di riduzione del debito accumulato, per poter accedere all'ultima fase”*<sup>52</sup>.

Per prima cosa, viene richiesto “il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi”. Questo corrisponderebbe, secondo le norme europee, ad un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri che presentano il livello più basso.

Secondo, è necessario che per almeno due anni gli Stati rispettino i margini nominali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del sistema europeo senza svalutazioni nei confronti dell'euro.

Terzo, i tassi d'interesse nominale a lungo termine degli Stati membri devono convergere tra loro.

Il quarto ed ultimo criterio di convergenza fa invece riferimento alla politica fiscale e, ancor più nello specifico, alla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Nel corso del dibattito che ha interessato l'adozione del Trattato, infatti, si è creato un consenso diffuso sulla tesi che l'unione economica non si esaurisce con il mercato unico, ma piuttosto sembrerebbe necessario che le politiche nazionali di bilancio siano sottoposte, in qualche misura, a una disciplina comune.

---

<sup>52</sup> F. Saitto, Ragionando sul Trattato di Maastricht come momento di “frattura”: processo di integrazione europea e trasformazioni del sistema economico, IL POLITICO (Univ. Pavia), 2019

Il compito di stabilire la conformità o meno della disciplina di bilancio rispetto alle regole europee spetta alla Commissione.

Questa lo fa basandosi su due parametri:

1. *“Se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento; oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento”*<sup>53</sup>.
2. *“Se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, ameno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato”*<sup>54</sup>.

I valori a cui il Trattato esplicitamente fa riferimento sono specificati nel protocollo allegato sulla procedura per i disavanzi eccessivi<sup>55</sup>, e sono il 3% per il rapporto fra disavanzo pubblico e Pil ai prezzi di mercato ed il 60% per il rapporto fra debito pubblico e Pil ai prezzi di mercato.

I primi tre criteri sono di carattere prettamente monetario e vanno interpretati alla luce della necessità da parte delle istituzioni europee di coordinare la politica di quei paesi che intendono adottare la moneta unica. L'ultimo ha invece natura fiscale e serve, come argomentato anni prima nel rapporto Delors, per garantire maggiore stabilità economica senza che fosse possibile per gli Stati membri finanziare ampi deficit.

Nonostante le numerose critiche ai parametri introdotti dal Trattato di Maastricht, sulla base degli studi empirici finora condotti non è possibile affermare con certezza che tali valori siano un ostacolo alla crescita economica. Questo rimane un problema controverso su cui molti si interrogheranno ancora negli anni seguenti, ma sicuramente è possibile affermare come la fissazione di tali valori rappresenti un importante fattore di stabilizzazione macroeconomica, e la convergenza degli Stati rispetto ad essi costituisce inoltre un elemento fondamentale per la credibilità e la sostenibilità delle loro stesse politiche.

Tali *“fiscal rules”* vanno interpretate *“come un vincolo permanente su un indicatore sintetico della performance fiscale definito in termini numerici e in proporzione del Pil”*<sup>56</sup> e non come uno strumento vero e proprio di politica di bilancio.

I parametri entro cui mantenere i rapporti deficit-Pil e debito pubblico-Pil, rispettivamente 3% e 60%, non bisogna pensare che siano stati stabiliti in maniera casuale da coloro i quali avevano contribuito

---

<sup>53</sup> Trattato sull'Unione europea, art 104 C, 1992

<sup>54</sup> *ibidem*

<sup>55</sup> Trattato sull'unione europea- Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, Art. 1, 1992

<sup>56</sup> A. Verde, Unione monetaria e nuova governance europea – Teorie, istituzioni, politica economica, Carocci editore, ...

alla stesura del Trattato. Infatti, “*questi erano compatibili con la previsione di un tasso di crescita del Pil nominale pari al 5% annuo, corrispondente ad un tasso di crescita reale del 3%, compatibile con l’obiettivo che si era data la Bce di un tasso di inflazione intorno al 2%*”<sup>57</sup>.

Tuttavia, la situazione degli allora 15 Paesi UE, negli anni immediatamente successivi, non era delle più rosee. La tabella (1) mostra come la maggior parte di questi presentasse dei valori totalmente non in linea con la disciplina richiesta.

**Tabella 1:** Indicatori di convergenza ai criteri di Maastricht - Valori percentuali, dati della Commissione europea

	INFLAZIONE	TASSI DI INTERESSE	DEFICIT/PIL	DEBITO/PIL
Austria	3,6	6,4	- 2,3	58,5
Belgio	2,6	7,1	- 5,8	146,3
Finlandia	2,2	7,8	- 5,5	58,0
Francia	1,8	6,9	- 5,9	57,2
Germania	3,0	6,4	- 2,9	57,2
Grecia	10,2	n.d..	- 13,8	109,5
Irlanda	2,8	7,5	- 2,4	87,7
Italia	3,9	8,7	- 9,7	118,3
Lussemburgo	2,9	6,9	- 0,4	10,0
Olanda	2,3	6,4	- 3,9	80,9
Portogallo	5,6	12,4	- 7,5	70,6
Spagna	4,8	8,3	- 7,1	64,2
Danimarca	2,0	7,0	- 4,3	68,5
Regno Unito	3,5	7,8	- 6,4	50,5
Svezia	4,6	7,5	- 9,1	92,9
VALORI SOGLIA	3,5	8,77	3,0	60,0

<sup>57</sup> P. De Grauwe, Economia dell’unione monetaria, il Mulino, 2016

Per quanto riguarda la stabilità dei prezzi, i paesi con il livello d'inflazione più basso erano nel corso del 1994 Francia, Danimarca, Finlandia e Olanda.

Il valore di convergenza era pari al 3,5% annuo, condizione soddisfatta anche da Belgio, Germania, Lussemburgo, Irlanda e Regno Unito.

Maggiore omogeneità tra i paesi era rinvenibile in riferimento al tasso d'interesse nominale verso cui convergere. Il valore soglia era infatti pari a 8,77%, criterio soddisfatto da tutti gli Stati ad esclusione del Portogallo (12,4%). Ben più complicata era invece la situazione per quanto riguarda la disciplina di bilancio richiesta (rapporto deficit/PIL e rapporto debito/PIL). Ad eccezione di Austria, Germania e Lussemburgo, nessuno Stato era infatti in grado di soddisfare entrambi i parametri stabiliti.

L'Unione economica e monetaria che sarebbe presto sorta avrebbe senza dubbio rappresentato un qualcosa di unico nel suo genere. *“Se infatti prevede il trasferimento della sovranità monetaria alla BCE, dotata di indipendenza istituzionale e con l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi, la politica fiscale rimane sotto la diretta responsabilità dei singoli Stati membri e quindi inevitabilmente frammentata”*<sup>58</sup>. La particolarità di disporre di una moneta comune senza un bilancio federale, come affermato da Eichengreen e Von Hagen<sup>59</sup>, rappresenterebbe così un sistema incompleto.

Oltre a dei criteri verso cui convergere, tuttavia, il Trattato introduce anche una serie di principi in linea con quanto auspicato nel rapporto Delors. Innanzitutto, nell'articolo 104c viene richiesto che *“gli Stati membri evitino deficit eccessivi”*. Ciò che vada inteso con *“eccessivi”* viene chiarito nel protocollo sui deficit eccessivi annesso al Trattato. Altro principio fondamentale è quello espresso nell'articolo 104b, ovvero la *“no-bail-out clause”* (clausola di non salvataggio) secondo la quale ogni SM è responsabile del debito pubblico contratto e non può appellarsi all'aiuto di altri membri o istituzioni.

Principi a parte, quello che sembra essere il punto cruciale da affrontare per ogni unione monetaria è il giusto bilanciamento tra discrezionalità e regole. Il Trattato di Maastricht garantisce molta discrezionalità alle autorità dei singoli paesi, predisponendo però specifiche regole e vincoli che ne limitano l'operato e che garantiscono la credibilità della politica monetaria della BCE.

Già a partire dai dibattiti che hanno preceduto la sua introduzione, una delle questioni che più preoccupava era se una moneta comune potesse generare un'erosione della disciplina fiscale dei governi nazionali, dal momento che i vari Stati sarebbero incentivati a contrarre ampi debiti nell'ottica di una futura monetizzazione.

---

<sup>58</sup> D. Schilirò, I criteri del Trattato di Maastricht, l'Europa e l'euro: debito pubblico in Italia e crescita, DESMaS “V. Pareto” Università degli Studi di Messina, 2002

<sup>59</sup> J. Von Hagen e B. Eichengreen, Federalism, Fiscal Restraints, and European Monetary Union, American Economic Review, 1996

Per scongiurare tale ipotesi il Trattato vieta alla Banca centrale europea di finanziare, emettendo denaro, i disavanzi di bilancio degli Stati in difficoltà economica<sup>60</sup>.

Come spesso accade durante cambiamenti di questa portata, gli esperti si sono immediatamente divisi tra favorevoli e contrari, basando però in quest'occasione le rispettive argomentazioni sulle medesime teorie, le cosiddette Teorie delle Aree Valutarie Ottimali (AVO).

*“Tali teorie hanno lo scopo di identificare quali siano le condizioni che devono essere necessariamente soddisfatte al fine che, per un Paese, l'adozione di un regime di cambi irrevocabilmente fissi o, più nello specifico, di una moneta unica, non comporti dei costi legati alla rinuncia dell'indipendenza monetaria quale mezzo per stimolare la domanda aggregata e la produzione”<sup>61</sup>.*

Uno dei principali esponenti di queste teorie è l'economista premio Nobel Robert Mundell, il quale affermò che *“esiste un'AVO se fissando in modo permanente i tassi di cambio nominali tra un gruppo di paesi non si verificano conseguenze sui risultati reali”<sup>62</sup>*. Questo, tuttavia, risulterebbe esser vero solo se fossero riscontrabili determinate condizioni comuni agli Stati interessati, che gli permetterebbero così di reagire velocemente ad uno shock asimmetrico, cioè una congiuntura economica sfavorevole che colpisce in particolar modo alcuni determinati settori produttivi o specifiche aree geografiche.

Un'area valutaria per dirsi ottimale deve presentare le seguenti caratteristiche:

- Perfetta mobilità dei fattori produttivi lavoro e capitale, per rispondere celermente agli shock asimmetrici negativi trasferendo capitali e lavoratori dalle zone in surplus verso quelle in deficit, con il fine di riequilibrare il sistema riducendo la necessità di ricorrere ad aggiustamenti del tasso di cambio nominale.
- Flessibilità dei salari e dei prezzi, fattore di estrema importanza nei casi in cui, come accade in Europa, sia la mobilità del lavoro che l'integrazione fiscale risultano essere limitati. Tale caratteristica permette, nel caso in cui un paese viene colpito da uno shock negativo della domanda, di riportare il sistema immediatamente in equilibrio attraverso la flessione dei salari e di conseguenza anche dei prezzi.

Questi primi due requisiti risultano essere fondamentali ai fini della stabilizzazione macroeconomica richiesta a seguito di shock asimmetrici, soprattutto nel caso in cui fosse impossibile procedere alla svalutazione del tasso di cambio per ridare competitività all'economia del paese colpito. Se consideriamo due paesi con una valuta in comune, ad esempio Italia e Germania, e ipotizziamo uno

---

<sup>60</sup> Trattato sull'unione europea, Art. 125, 1992

<sup>61</sup> P. Della Posta, Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali, Dipartimento di Scienze Economiche-Università di Pisa, 2003

<sup>62</sup> R.A. Mundell, Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review, 1961

spostamento delle preferenze a favore dei prodotti tedeschi o una maggior innovazione di quest'ultimi, ciò causerebbe una diminuzione della domanda di prodotti italiani che a sua volta si tradurrebbe in un calo della produzione e un aumento della disoccupazione. Diversamente, in Germania si verificherebbe un aumento della domanda di beni che impatterebbe positivamente sulla produzione e farebbe diminuire la disoccupazione e aumentare l'inflazione. Entrambi i paesi si troverebbero a dover fronteggiare un problema di aggiustamento, che potrebbe esser risolto grazie alla mobilità dei lavoratori dall'Italia alla Germania o con la flessione dei salari per rilanciare i prodotti domestici e stimolarne la domanda estera.

Tuttavia, esistono ulteriori caratteristiche considerate necessarie che nel tempo hanno arricchito le tesi di coloro i quali intendevano dimostrare come per gli Stati, a determinate condizioni, fosse possibile rinunciare al controllo del tasso di cambio e di conseguenza all'opportunità di poter procedere a svalutazioni competitive.

Per prima cosa, sembrerebbe necessario che in un'unione monetaria gli Stati presentino livelli simili tra i rispettivi tassi di inflazione. Infatti, variazioni significative tra due o più paesi implicano variazioni di competitività nel lungo periodo che rendono insostenibile il mantenimento degli accordi di cambio, piuttosto che l'impegno ad una moneta comune.

Altra caratteristica fondamentale è il grado di apertura delle economie, fattore sul quale concentrò i suoi studi McKinnon<sup>63</sup>, altro economista che diede un importante contributo allo sviluppo di tali teorie. L'economista canadese, comparando gli effetti di uno shock negativo in un'economia chiusa rispetto a quelli in una con un grado di apertura maggiore, arriva a tre conclusioni:

1. Le economie relativamente aperte dovrebbero adottare un sistema di cambi fissi.
2. Le economie con volumi di scambio intensi tra loro beneficerebbero della nascita di un'area valutaria, riuscendo così a proteggere meglio i paesi dalle variazioni dei tassi di cambio.
3. Le grandi aree geografiche è più probabile che siano relativamente chiuse rispetto a quelle piccole, relativamente aperte.

Ultimo fattore considerato come necessario è il livello di integrazione; fiscale, per trasferire risorse in risposta a uno shock asimmetrico dalle zone a bassa disoccupazione a quelle ad alta disoccupazione, ma anche sociale e politica.

A questo punto, potrebbe risultare semplice rispondere alla domanda "*L'Europa è un'area valutaria ottimale?*". Basterebbe verificare se siano o meno rinvenibili le caratteristiche richieste.

---

<sup>63</sup> R.I. McKinnon, Optimum Currency Areas, American Economic Review, 1963

*“Questa, tuttavia, sembrerebbe una di quelle domande a cui non è possibile rispondere con un semplice sì o no”<sup>64</sup>.*

Sicuramente non possiamo affermare che l'Eurozona sia un'area valutaria ottimale, perché anche se in presenza di una moneta unica e di benefici economici e sociali effettivamente riscontrati a partire dalla sua adozione, non sembrerebbe ancora in grado di fornire una risposta immediata agli shock asimmetrici.

Il grado di apertura commerciale è molto diverso tra i paesi che ne fanno parte, ma in linea generale può esser considerato relativamente alto, mentre un discorso diverso va fatto per i due fattori considerati come primari, mobilità del lavoro e flessibilità dei salari.

A seguito dell'introduzione del mercato unico, mentre tutti si aspettavano un forte aumento della mobilità del lavoro che avrebbe impattato positivamente sui costi dell'Unione monetaria, ciò non avvenne e la mobilità rimase scarsa anche dopo il 1992.

I motivi sono legati innanzitutto ad aspetti linguistico/culturali che disincentivano tale fenomeno, oltre che ad altri aspetti di carattere giuridico/istituzionale.

Ulteriore problema all'interno dell'UE risulterebbe essere connesso al differenziale di crescita tra i vari paesi che genera squilibri nella bilancia dei pagamenti. Il paese che cresce a un ritmo più elevato dovrebbe portare avanti politiche deflazionistiche per riportare la propria bilancia commerciale in pareggio. Tuttavia, in un'unione monetaria anche i paesi meno sviluppati sarebbero così indotti a adottare politiche deflazionistiche con la conseguenza di dover ricorrere ad aumenti delle tasse per mantenere un dato disavanzo di bilancio, oppure permettere che tale disavanzo aumenti ulteriormente. Se uno Stato avesse il controllo autonomo della politica monetaria, un aumento dell'inflazione e una riduzione delle imposte risulterebbero ottimali, a condizione che il costo marginale di aumentare le entrate grazie a nuove imposte sia maggiore rispetto a quello di procurarsi maggior gettito attraverso l'inflazione.

In conclusione, *“la nascita dell'Unione economica e monetaria rappresenta lo strumento principale con cui il Trattato vuole affrontare la crisi dello stato fiscale e i fallimenti dei continui ricorsi alla svalutazione competitiva, tentando di dar vita ad un nuovo modello di Stato, più responsabile nel ricorrere al credito, fondato su un nuovo equilibrio tra capitalismo e democrazia”<sup>65</sup>.*

---

<sup>64</sup> B. Eichengreen, *Is Europe an optimum currency area?*, NBER Working Papers Series, 1991

<sup>65</sup> F. Saitto, *Ragionando sul Trattato di Maastricht come momento di “frattura”*: processo di integrazione europea e trasformazioni del sistema economico, IL POLITICO (Univ. Pavia), 2019



## Il Patto di stabilità e crescita e la successiva riforma

L'adozione nel 1997 del Patto di stabilità e crescita rappresenta il mezzo attraverso cui le istituzioni europee portano avanti il loro progetto di garantire una rigida disciplina di bilancio all'interno dell'Unione economica e monetaria, anche successivamente all'introduzione della moneta unica.

Esso è costituito da una risoluzione del Consiglio europeo<sup>66</sup> (17 giugno 1997) e da due regolamenti del Consiglio<sup>67</sup> (7 luglio 1997) che ne specificano gli aspetti legati al controllo della situazione di bilancio, al coordinamento delle politiche economiche e all'applicazione della procedura d'intervento in caso uno Stato membro incorresse in deficit eccessivi.

*“Il PSC è fondato sostanzialmente su tre elementi, l'impegno politico delle parti coinvolte nel trattato (Commissione, Stati membri, Consiglio Europeo) inteso come la disponibilità ad attuare tempestivamente il miglioramento dei processi di sorveglianza di bilancio e di coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati membri, un'azione preventiva di sorveglianza volta a garantire il rispetto della soglia del 3% per quanto riguarda il rapporto tra deficit pubblico e Pil e infine un'azione dissuasiva attraverso cui, se si presentasse un rischio di disavanzo eccessivo, scatterebbe un richiamo preventivo (early warning) volto ad imporre al paese in questione l'adozione delle misure necessarie a riportare la situazione all'interno dei parametri previsti dal Trattato e confermati dal Patto, mediante l'attivazione di adeguate procedure per disavanzi di bilancio eccessivi”<sup>68</sup>.*

Il Patto riprende quindi gli orientamenti del Trattato di Maastricht, tuttavia, il rispetto nel breve termine dei parametri di bilancio viene arricchito con un nuovo obiettivo di medio termine, che gli Stati sono obbligati a raggiungere.

Infatti, vera e propria essenza del PSC è l'impegno da parte degli Stati membri a raggiungere *“l'obiettivo di medio termine di una situazione di bilancio in pareggio o in surplus”*. Questa *permetterà a tutti gli Stati membri di far fronte alle normali fluttuazioni cicliche mantenendo il disavanzo pubblico entro il valore di riferimento del 3% rispetto al Pil”<sup>69</sup>.*

In particolare, gli SM oltre a dover rispettare l'obiettivo a medio termine, si impegnano a:

- rendere pubbliche, di propria iniziativa, le raccomandazioni rivolte loro dal Consiglio;
- adottare i provvedimenti correttivi di bilancio necessari per conseguire gli obiettivi dei loro programmi di stabilità o di convergenza;

---

<sup>66</sup> *ibidem*

<sup>67</sup> Regolamenti del Consiglio dell'Unione europea nn. 1466/97 e 1467/97

<sup>68</sup> D. Schilirò, L'euro, il patto di stabilità e crescita e la sua riforma, MPRA Paper 37333, DESMaS V.Pareto Università degli Studi di Messina, 2006

<sup>69</sup> Risoluzione del Consiglio europeo sul patto di stabilità e crescita, (97/C 236/01), 1997

- procedere senza indugio agli aggiustamenti correttivi del bilancio che ritengano necessari non appena ricevano informazioni indicanti il rischio di un disavanzo eccessivo;
- correggere al più presto gli eventuali disavanzi eccessivi;
- non appellarsi al carattere eccezionale di un disavanzo conseguente ad un calo annuo del PIL inferiore al 2 %, a meno che non registrino una grave recessione (calo annuo del PIL reale di almeno lo 0,75 %).

La Commissione, invece:

- eserciterà il diritto d'iniziativa conferitole dal trattato così da agevolare il funzionamento rigoroso, rapido ed efficace del Patto di stabilità e di crescita;
- presenterà tempestivamente le relazioni, i pareri e le raccomandazioni necessari per consentire al Consiglio di adottare in tempi brevi le sue decisioni;
- s'impegna a redigere una relazione quando vi sia il rischio di un disavanzo eccessivo o quando il debito pubblico previsto o effettivo superi il valore di riferimento del 3 % del PIL;
- s'impegna a presentare per iscritto al Consiglio i motivi giustificativi della sua posizione quando ritenga non eccessivo un disavanzo superiore al 3 % e questo suo parere non sia consono con quello del Comitato economico e finanziario;
- s'impegna ad elaborare, a richiesta del Consiglio, una raccomandazione di principio in base alla quale il Consiglio stesso deciderà se un disavanzo è eccessivo o no.

Per ultimo, il Consiglio, oltre ad impegnarsi ad attuare celermente e rigorosamente tutti gli elementi del Patto, deve:

- considerare come termini massimi le scadenze previste per l'applicazione della procedura riguardante i disavanzi eccessivi;
- decidere sistematicamente d'infliggere sanzioni e ad applicare rigorosamente tutta la gamma delle sanzioni previste se uno Stato membro partecipante non prende i provvedimenti necessari per porre fine a una situazione di disavanzo eccessivo;
- esporre sistematicamente per iscritto i motivi giustificativi della sua decisione di non agire<sup>70</sup>.

La risoluzione del Consiglio europeo viene considerata il fondamento politico del Patto ma, come già anticipato, è stata integrata da due regolamenti del Consiglio, il n. 1466/97 e il n. 1467/97.

---

<sup>70</sup> Risoluzione del Consiglio europeo sul patto di stabilità e crescita, (97/C 236/01), 1997

Il primo, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio e della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, *“stabilisce le disposizioni relative al contenuto, alla presentazione, all’esame e alla sorveglianza dei programmi di stabilità e dei programmi di convergenza nell’ambito della sorveglianza multilaterale che deve essere esercitata dal Consiglio per prevenire tempestivamente il determinarsi di disavanzi pubblici eccessivi e promuovere la sorveglianza e il coordinamento delle politiche economiche”*<sup>71</sup>.

Scopo del regolamento è dunque quello di coordinare e sorvegliare le politiche di bilancio in maniera preventiva. I paesi dell’UE sottoporranno, nel corso della prima parte dell’anno, alla Commissione europea i programmi di stabilità (per i paesi che hanno adottato la moneta unica) e i programmi di convergenza (per i paesi non facenti parte dell’area euro) in cui viene esplicitato l’obiettivo a medio termine. Tali programmi sono valutati dalla Commissione, ma possono essere oggetto di raccomandazioni del Consiglio specifiche per ciascun paese.

Il processo inizia stabilendo un obiettivo di disavanzo strutturale a medio termine diverso per ciascuno Stato, tanto più rigoroso quanto più elevati saranno i livelli del debito e il costo stimato dell’invecchiamento della popolazione. Questo consiste nell’attivo o passivo *“derivato direttamente dal saldo di bilancio corretto per il ciclo economico e opportunamente modificato sottraendo ai dati effettivi delle entrate e delle uscite quella parte delle stesse dovute all’evoluzione ciclica e alle misure una tantum”*<sup>72</sup>, e diventa a partire da questo momento il più importante tra gli indicatori di bilancio, vista l’importanza che iniziano ad assumere i programmi di stabilità e convergenza prodotti dagli SM. I programmi di stabilità e convergenza rappresentano infatti la base della sorveglianza multilaterale esercitata dal Consiglio dell’UE. Questi individuano al loro interno:

- l’obiettivo di bilancio a medio termine e gli aggiustamenti previsti per il raggiungimento dell’obiettivo;
- il rapporto tra il saldo di bilancio della pubblica amministrazione e il PIL, la probabile evoluzione del rapporto tra debito pubblico e PIL, la crescita prevista per la spesa pubblica, la crescita delle entrate pubbliche a politiche invariate, nonché una stima delle misure discrezionali programmate in materia di entrate;
- informazioni sulle passività implicite legate all’invecchiamento e sulle passività contingenti, come le garanzie pubbliche, il cui impatto può avere vaste ripercussioni sui conti pubblici;
- dati sulla coerenza del programma con gli indirizzi di massima di politica economica e il programma nazionale di riforma;

---

<sup>71</sup> Regolamento del Consiglio dell’Unione europea, n°1466/1997, Art. 1

<sup>72</sup> A. Verde, Unione monetaria e nuova governance europea – Teorie, istituzioni, politica economica, Carocci editore, ...

- le principali ipotesi sulle prospettive economiche che possono influenzare la realizzazione dei programmi di stabilità e di convergenza (crescita, occupazione, inflazione e altre variabili di rilievo);
- la valutazione e l'analisi particolareggiata dei provvedimenti di bilancio e delle altre misure di politica economica adottati o previsti per conseguire l'obiettivo del programma;
- l'analisi delle ripercussioni di eventuali modifiche delle principali ipotesi economiche sulla posizione di bilancio e sul debito;
- qualora si verifichi, i motivi di qualsiasi deviazione rispetto agli aggiustamenti previsti necessari per conseguire l'obiettivo di bilancio a medio termine;
- l'analisi della relazione tra gli obiettivi appena descritti e la stabilità dei prezzi e dei tassi di cambio, nonché degli obiettivi a medio termine della politica monetaria.

A questo punto l'esame dei programmi di stabilità e di convergenza passa nelle mani del Consiglio, il quale, sulla base delle valutazioni della Commissione e del comitato economico e finanziario, esamina gli obiettivi di bilancio a medio termine presentati dai paesi nei loro programmi.

Nello specifico viene verificato se l'obiettivo si basi innanzitutto su ipotesi economiche realistiche, se le misure adottate o previste siano sufficienti o meno per conseguire gli obiettivi di bilancio, se il paese per cui è stato previsto un aggiustamento stia migliorando annualmente il proprio saldo di bilancio e infine se la crescita annuale della spesa risulti o meno in linea con la disciplina imposta dalle istituzioni europee.

Il Consiglio, nell'esaminare i programmi presentati, deve tener conto dell'attuazione delle più importanti riforme strutturali e il tempo per valutarli ed esprimere un proprio parere è circoscritto ai tre mesi successivi alla presentazione degli stessi, su raccomandazione della Commissione e previa consultazione del comitato economico e finanziario. Nel caso in cui la Commissione constatasse uno scostamento significativo rispetto l'OMT o agli aggiustamenti imposti attraverso l'obiettivo, deve rivolgere un avvertimento al paese interessato al fine di evitare un disavanzo eccessivo (meccanismo di allarme preventivo).

Il secondo regolamento invece, il n.1467 del 1997 sulla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE), *“stabilisce le disposizioni per l'accelerazione e il chiarimento della procedura per i disavanzi eccessivi, allo scopo di dissuadere l'emergere di disavanzi pubblici eccessivi e di correggere prontamente i disavanzi che si siano tuttavia determinati”*<sup>73</sup>.

Sarebbe considerato eccezionale e non sanzionabile, il deficit pubblico che superi il valore di riferimento del 3% rispetto al Pil solo nel caso in cui fosse la conseguenza di un evento negativo

---

<sup>73</sup> Regolamento del Consiglio dell'Unione europea, n°1467/1997, Art. 1.1.

improvviso e fuori dal controllo degli Stati, o il risultato di una grave crisi economica, definita come una caduta del Pil di almeno il 2% in un anno.

La procedura è scandita in diverse fasi. Per prima cosa, la Commissione prepara una relazione per valutare se attivare o meno la procedura nei confronti di quei paesi che non rispettano il parametro richiesto. Nel caso in cui fosse ravvisato un disavanzo eccessivo, la Commissione notifica la decisione al paese interessato e informa il Consiglio. Questo valuta a maggioranza qualificata se, ascoltando le motivazioni del paese coinvolto, considerare o meno eccessivo il disavanzo.

Se il disavanzo viene considerato eccessivo, il Consiglio invia delle raccomandazioni allo Stato membro in questione richiedendo che adotti, entro un tempo limite, azioni efficaci. A questo punto la palla passa nelle mani degli Stati inadempienti. Qualora questi continuassero a non attuare le raccomandazioni, il Consiglio potrebbe decidere di intimargli formalmente di adottare le misure necessarie a ridurre il disavanzo e ristabilire una corretta situazione di bilancio. Nel caso in cui neanche in questo frangente gli Stati si conformassero alla decisione del Consiglio, questo può in ultima istanza imporre delle sanzioni ai sensi, rispettivamente dell'articolo 104 C, paragrafo 9 o dell'articolo 104 C, paragrafo 11 del TUE<sup>74</sup>.

Nonostante le grandi aspettative iniziali, già dalla seconda metà del 2001 il Patto, effettivamente in vigore da maggio 1999, iniziò a presentare i primi segnali di crisi a causa del forte rallentamento della crescita economica che colpì in diversa misura i paesi dell'area euro. Inoltre, *“subito dopo l'adozione della moneta unica, molti Stati membri iniziarono a portare avanti politiche di bilancio contrarie dapprima allo spirito del Patto, poi in contraddizione evidente con le sue disposizioni”*<sup>75</sup>.

Troppo spesso gli SM, infatti, nel predisporre i propri programmi di stabilità, fanno riferimento a previsione di crescita fin troppo ottimistiche, oltre che a stime della spesa pubblica per difetto.

Nel novembre del 2002 la Commissione decise perciò di avviare una procedura per disavanzo eccessivo contro la Germania e poco più tardi, nell'aprile 2003, stessa sorte toccherà alla Francia.

La palla a questo punto passa nelle mani del Consiglio che, nel corso del 2003, afferma come effettivamente vi sia una situazione di disavanzo eccessivo per entrambi i paesi e indica perciò le misure necessarie da adottare, fissando inoltre un termine entro cui realizzare i provvedimenti necessari per ripristinare una corretta situazione di bilancio. Le misure adottate da Francia e Germania furono però giudicate fin da subito come insufficienti dalla Commissione, la quale propose al Consiglio di decretare l'inadempimento di entrambi i paesi. Il Consiglio, il 25 novembre 2003, decide di adottare conclusioni sui due Stati sulla base delle argomentazioni presentate in precedenza dalla Commissione seppur in maniera molto blanda e al di fuori dai meccanismi relativi al quadro della

---

<sup>74</sup> *ivi*

<sup>75</sup> P. Ecohard, *Governance economica europea e coordinamento delle politiche economiche: il “semestre europeo”*, Istituzioni del federalismo: rivista di studi giuridici e politici, 2015

procedura per disavanzi. Tale decisione, contestata fortemente dalla Commissione, verrà poi annullata dalla decisione<sup>76</sup> della Corte europea di giustizia il 13 luglio del 2004.

La Corte ribadì l'azione illegale del Consiglio in quanto al di fuori dei parametri espressi nei Trattati, limitandosi semplicemente a chiarire le sfere di competenza delle due istituzioni nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Questo episodio può esser letto come un indebolimento del Patto dovuto alla grande influenza politica che i rappresentanti degli Stati in questione esercitavano all'interno del Consiglio.

Il fine stesso del PSC era infatti evitare che gli Stati si comportassero da free rider e incombessero in deficit eccessivi e la mancata applicazione delle sanzioni nei confronti di coloro i quali erano risultati inadempienti avrebbe presto causato il malcontento degli altri governi, oltre a creare un precedente di non poco conto.

Si aprì così immediatamente un lungo dibattito su quali fossero gli interventi in grado di permettere una corretta applicazione del PSC. Due erano le visioni alternative, quella di coloro che auspicavano un sistema di regole certe e quella di chi preferiva che il Patto favorisse decisioni di natura politica. Prevalse la necessità di riformare il Patto sulla base di un sistema di regole certe, così da riaffermarne la legittimità nei tre ambiti di intervento: politico, tecnico ed economico.

Andava tuttavia stabilito il peso specifico di questi tre ambiti, *“avrebbero dovuto pesare in eguale maniera o uno di essi andava privilegiato?”*<sup>77</sup>

Ben presto le istituzioni europee iniziarono a prendere coscienza della necessità impellente di riformare il Patto visti i risultati palesemente insoddisfacenti raggiunti della governance della zona euro. Così, pochi mesi dopo la decisione della Corte, nel mese di settembre del 2004, la Commissione europea presentò una Comunicazione<sup>78</sup> in cui esponeva la propria proposta di riforma per tentare di rafforzare il Patto e chiarirne l'attuazione. In essa venivano fissate cinque linee guida:

- *Porre l'accento sulla sostenibilità del debito nella sorveglianza dell'evoluzione dei bilanci.*
- *Tener conto, in misura maggiore, della situazione specifica di ciascun paese nel definire gli obiettivi a medio termine di posizioni di bilancio “prossime al pareggio o in attivo”.*
- *Tener conto dei periodi prolungati di crescita rallentata attraverso la “clausola delle circostanze eccezionali”.*

---

<sup>76</sup> Sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, causa C-27/04, 13/07/2004

<sup>77</sup> J. Pisani-Ferry, *“The Eurozone's Macroeconomic Framework: Does it matter? What should be done?”*, In *Economic Reform in Europe: Priorities for the Next Five Years*, edited by Roger Liddle and Maria João Rodrigues, Policy Network, 2004

<sup>78</sup> Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact*, 03/09/2004

- *Tener conto delle specificità nazionali nella correzione dei disavanzi eccessivi (itinerario di risanamento).*
- *Adottare azioni preventive per correggere le evoluzioni inadeguate nel caso si verificassero posizioni di bilancio inadeguate in fasi congiunturali favorevoli.*<sup>79</sup>

La proposta di riforma presentata dalla Commissione non voleva essere una rivoluzione, ma un'evoluzione che permettesse di superare agilmente quelle situazioni di stallo istituzionale che si erano verificate in passato. Lo scopo era quello di porre maggior attenzione sugli sviluppi dei fattori economici negli SM e sulla sostenibilità di lungo periodo delle loro finanze pubbliche, dando così inizio ad un periodo di intenso dibattito all'interno dell'Europa riguardo al giusto grado di flessibilità da garantire.

Gli economisti, in precedenza, avevano spesso criticato il fatto che il PSC poneva un limite all'utilizzo della politica fiscale in chiave anticiclica. Tuttavia, tutti erano concordi nel sostenere che, in assenza di espressi vincoli normativi la politica fiscale causerebbe ingenti disavanzi di bilancio e, di conseguenza, influirebbe negativamente sulla politica monetaria della BCE.<sup>80</sup>

Ciononostante, al di là di questa comune convinzione, anche gli esperti avevano opinioni divergenti circa il ruolo e l'efficacia della politica fiscale.

Il patto, infatti, era spesso accusato di rappresentare una delle principali cause dell'inerzia istituzionale europea in ambito macroeconomico. *“Concentrato unicamente sugli obiettivi intermedi (equilibrio di bilancio e stabilità finanziaria), il Patto non si preoccupava o addirittura impediva di raggiungere gli obiettivi finali della stabilità macroeconomia (crescita e pieno impiego)”*<sup>81</sup>.

L'accordo politico venne trovato nel Consiglio dell'Unione europea di Bruxelles del 22 e del 23 marzo 2005, quando i ministri delle Finanze dei paesi appartenenti all'Unione europea approvarono la Relazione predisposta dal Consiglio Ecofin dal titolo *“Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita”*<sup>82</sup>.

In essa veniva ribadito come il Patto, fondato sugli articoli 99 e 104 del Trattato, fosse un elemento irrinunciabile a livello macroeconomico poiché mediante il coordinamento delle politiche di bilancio degli Stati membri contribuisce al raggiungimento della stabilità macroeconomica dell'Unione, garantendo inoltre un'inflazione contenuta e bassi tassi d'interesse, fattori essenziali per raggiungere una crescita economica sostenibile.

---

<sup>79</sup> *ibidem*

<sup>80</sup> A. Fatás e I. Mihov, The case for restricting fiscal policy discretion, Cepr Discussion Paper, No. 3277, 2002

<sup>81</sup> N. Acoella e G. Di Bartolomeo, European economic institutions: Stability- or growth- oriented?, Acta Oeconomica, Vol. 57, No. 1, 2007

<sup>82</sup> Consiglio dell'Unione europea, (7619/05), Allegato II alle Conclusioni della Presidenza, 22-23/03/2005

Le modifiche al Patto furono formalmente introdotte dal Regolamento CE N.1055/2005 del Consiglio del 27 giugno 2005 e dal Regolamento CE N.1056/2005 del Consiglio dello stesso giorno.

Elementi principali di continuità rispetto alla precedente versione sono i valori di riferimento per il rapporto tra debito pubblico e Pil (60%) e tra il disavanzo e il Pil (3%), considerati dal Consiglio ancora elementi validi per assicurare la sorveglianza multilaterale.

Se da un lato veniva ribadito come un sistema fondato sul rispetto di regole condivise fosse la miglior garanzia per il rispetto degli impegni assunti da parte degli SM, dall'altro si voleva garantire maggiore discrezionalità e flessibilità nella sorveglianza e nel coordinamento delle politiche di bilancio e per farlo era necessario che il quadro regolamentare restasse semplice e trasparente.

Furono così apportate diverse modifiche al Patto. Da questo momento in poi si sarebbe posta maggior attenzione sul saldo di bilancio strutturale, con gli Stati che possono spingersi, a determinate condizioni, fino ad un disavanzo strutturale dell'1% in termini di PIL.

Viene quindi prevista la possibilità di stabilire degli obiettivi di medio termine differenti tra gli Stati, così da tenere maggiormente in considerazione lo stock di debito e la crescita potenziale.

La riforma al Patto ha poi il merito di introdurre un approccio più dinamico. Gli Stati membri che non hanno ancora conseguito il loro OMT, infatti, saranno invitati da questo momento in poi ad adottare misure per raggiungerlo nel corso del ciclo economico, con lo sforzo di adeguamento richiesto che dovrebbe essere maggiore nei periodi favorevoli e più limitato nelle fasi negative del ciclo economico.

In precedenza, tale ambito era regolato dalle decisioni del Consiglio europeo e non dal Patto stesso. Nella nuova versione viene richiesto che la correzione venga effettuata mediante un aggiustamento annuo dello 0,5%, "*modesto*" nelle fasi economiche negative o "*vigoroso*" in quelle espansive.

La maggior discrezionalità, vero obiettivo della riforma, fu poi garantita dalla rimozione di qualunque valore esplicito tra i fattori che giustificano il mancato rispetto del limite del 3% nel rapporto tra deficit e Pil. Nella nuova versione continuano infatti ad essere previste delle cause eccezionali, ma volutamente non vengono quantificate (maggiore flessibilità): disastri naturali, tassi di crescita negativi, tassi di crescita inferiori alla crescita potenziale con considerevoli perdite di output accumulate. Ulteriore elemento di flessibilità del Patto è il nuovo sistema di scadenza per la correzione dei disavanzi. In precedenza, il termine ultimo corrispondeva esattamente all'anno successivo l'identificazione del deficit, a meno che non si fossero presentate circostanze speciali. Tali circostanze non erano tuttavia chiare ed il Consiglio aveva così la possibilità di stabilire una nuova scadenza. Nel Patto riformato tali circostanze sono definite puntualmente e permettono di posticipare la scadenza fino a due anni dall'identificazione del deficit eccessivo.



Rispetto alle linee guida espresse nella Comunicazione della Commissione, la riforma del Patto adottata dal Consiglio europeo sembrerebbe andare in un'altra direzione e difficilmente può essere vista come un compromesso tra le due istituzioni. Si realizza così uno scontro tra la necessità di ottenere maggiore discrezionalità politica ed economica e la salvaguardia di un quadro normativo semplice, trasparente e rafforzato. *“Conflitto in cui l'elemento politico sembra dominare sulla necessità di chiarezza e semplicità”*<sup>83</sup>.

Il Patto ne esce fuori indebolito. Il protrarsi delle scadenze e l'inserimento di una lunga serie di eccezioni ed esenzioni rendono la disciplina di bilancio meno trasparente e incisiva.

Semberebbe come se nel processo di riforma sia mancato il coraggio da parte dei soggetti coinvolti di ridefinire l'intero apparato dottrinario e ideologico alla base del patto.

Il Consiglio ha tentato con astuzia di risolvere il *“paradosso della sovranità”* dovuto alla mancanza di legittimità politica della Commissione europea. Per farlo ha sostanzialmente neutralizzato il potere di controllo di quest'ultima, attribuendo a sé stesso, perciò ai *“controllati”*, il potere di controllo. Al tradizionale deficit di democrazia di cui veniva accusata la precedente versione del PSC se ne aggiunge così un altro connesso alla mancanza di trasparenza e semplicità.

### **Le crisi e l'irrigidimento delle regole fiscali**

La nuova versione del Psc entrò ben presto in crisi a causa della crisi globale che dall'America si diffuse verso il resto del mondo. Tale recessione fu innescata dal crollo del mercato dei mutui subprime in USA, *“piccola parte del mercato immobiliare statunitense che eroga mutui a coloro che hanno una probabilità relativamente alta di non essere poi in grado di ripagare”*<sup>84</sup>.

Seppur rappresenti una porzione dell'intero mercato ipotecario, circa il 20% al momento dell'inizio della crisi, le difficoltà di questo settore hanno avuto implicazioni assai negative sui mercati finanziari di tutto il mondo.

Negli anni precedenti, infatti, i bassi tassi d'interesse avevano fatto lievitare il prezzo delle abitazioni poiché incoraggiavano i cittadini a richiedere denaro in prestito per finanziarne l'acquisto.

Il tutto fu agevolato dalle regole ben più morbide introdotte dagli anni '90 e dal tacito benessere delle banche che a loro volta alimentavano questa pratica, in quanto non erano direttamente loro ad assumersi il rischio di insolvenza dei debitori.

---

<sup>83</sup> J. Bouzon e G. Durand, *The reform of Stability and Growth Pact: Upholding a more flexible rule*, European Policy Centre, 2005

<sup>84</sup> O. Blanchard et al., *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, il Mulino, 2020

L'effetto di tale ondata di deregolamentazione fu anche la nascita di nuovi prodotti finanziari chiamati *CDO*<sup>85</sup>. Grazie ad essi le banche non detenevano più il mutuo contratto all'interno del proprio libro contabile, ora potevano accorpate tanti diversi mutui in un unico strumento che sarebbe poi stato venduto ad altri investitori.

La particolarità di questi prodotti è quella di essere assai complicati da valutare. Colui il quale acquistasse uno di questi titoli non può infatti controllare ogni singolo mutuo a cui esso fa riferimento. Bolla immobiliare, bassi tassi d'interesse, cartolarizzazioni dei mutui, alto livello di leva finanziaria nel sistema bancario, assenza di regolamentazione e comportamenti poco etici da parte delle agenzie di rating furono quegli elementi che in poco tempo trascinarono la maggior parte dei paesi del mondo in una delle recessioni peggiori della storia.

La conseguenza immediata del crollo del mercato dei mutui subprime fu l'azzeramento del valore dei titoli cartolarizzati, detenuti per la maggior parte presso gli istituti bancari. Si arrivò ben presto a una forte crisi di liquidità nei mercati che provocò danni irreversibili al mercato interbancario e alle borse di tutto il mondo. Alcuni istituti bancari, come Lehman Brothers, fallirono, mentre altri furono salvati dall'intervento dei rispettivi governi che decisero di utilizzare i soldi pubblici per tentare di limitare le conseguenze.

Tuttavia, la crisi si diffuse ben presto dagli Stati Uniti verso il resto del mondo trasformandosi repentinamente da crisi finanziaria a crisi reale grazie all'operare dei meccanismi di trasmissione che modificarono drasticamente le preferenze e le aspettative dei cittadini.

Il Pil mondiale durante il 2009 si ridusse, fatto che rappresenta un unicum nel periodo che va dal secondo dopoguerra ad oggi. In tale contesto, come già accennato, i vari governi furono chiamati a compiere sforzi ingenti per mitigarne gli effetti ed evitare che la crisi di liquidità nel sistema portasse al fallimento di banche e istituti finanziari.

L'impegno governativo fu di dimensioni senza precedenti, motivo per cui i deficit e i debiti pubblici aumentarono bruscamente a causa dell'interagire di stabilizzatori automatici e interventi discrezionali.

In Europa la situazione sembrava essere ancor più complicata a causa della disomogeneità delle condizioni finanziarie tra i vari Stati che facevano allora parte dell'Eurozona: vi erano infatti paesi, come la Germania e l'Olanda, che avevano una dinamica del debito pubblico sotto controllo e che registrarono anche in questi anni deficit minimi e in linea con le regole espresse nel Patto; situazione opposta era quella degli Stati più periferici, i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), i quali patirono duramente gli effetti della crisi.

---

<sup>85</sup> *Collateral debt obligations*

Ora più che mai sembravano di estrema attualità le parole di Tommaso Padoa-Schioppa, economista da sempre impegnato per la causa europea. Egli ammoniva, sin dal momento dell'introduzione della moneta unica, l'incompiutezza dell'impianto europeo e il fatto che, *“in assenza di un'unione politica, la governance dell'area euro è stata fondata su un fragile connubio tra forze di mercato e regole di condotta”*<sup>86</sup>.

Padoa-Schioppa scriveva infatti sul corriere della Sera nel lontano 1998: *“la capacità di politica macroeconomica è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata [...] Per la Banca centrale europea la vera insidia non sarà la poca indipendenza, ma la troppa solitudine [...] operare quasi nel vuoto, senza un potere politico, una politica di bilancio, una vigilanza bancaria, una funzione di controllo dei mercati finanziari. [...] Ha dunque ragione non solo chi applaude il passaggio di ieri, ma anche chi ne rileva l'incompiutezza, i rischi, la temerarietà”*.

Parole che, lette poco più di 10 anni dopo, sembrerebbero essere il preludio della violenta crisi finanziaria conosciuta come crisi dei debiti sovrani che dal 2009 al 2013 interessò diversi Stati europei e palesò la necessità di rivedere complessivamente il funzionamento della governance economica europea.

Sarebbe tuttavia errato parlare di crisi dell'euro come valuta, piuttosto ciò che entrò in difficoltà tra il 2009 e il 2013 fu l'intero sistema euro. Come affermato infatti da Helmut Schmidt nel corso di un'intervista nel 2013: *“L'euro sta benissimo, sono le istituzioni dell'euro che devono essere salvate”*<sup>87</sup>.

La crisi in un primo momento si sviluppò esclusivamente in Grecia a causa degli spaventosi deficit della bilancia commerciale accumulati nel tempo che la resero, nel corso degli anni, completamente dipendente dall'apporto di capitali esteri per finanziare il saldo negativo tra il valore delle esportazioni e quello delle importazioni.

Nel momento di massima difficoltà, le istituzioni finanziarie, già indebolite e rese diffidenti della precedente crisi del mercato ipotecario, iniziarono a percepire come troppo rischioso l'investimento in titoli di Stato greci. Come se non bastasse, agli inizi del 2010 si verificò un episodio che contribuì ad aumentare i sentimenti negativi degli investitori: in questo periodo si scoprì come il governo ellenico avesse portato a termine operazioni finanziarie spregiudicate con Goldman Sachs e JP Morgan per mascherare l'ingente quantità di debito accumulata e rientrare così all'interno dei parametri di bilancio richiesti a livello europeo.

---

<sup>86</sup> Ignazio Visco, La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco per il Seminario “Il federalismo in Europa e nel mondo”, Istituto di Studi Federalisti “Altiero Spinelli”, 2013

<sup>87</sup> H. Schmidt, Der Euro ist prima, in Handelsblatt, 17/06/2013

Nell'ottobre 2009 il nuovo governo esprimeva le proprie difficoltà nel mantenere sotto controllo la dinamica del debito pubblico e comunicava alla commissione come il deficit stimato per l'anno in corso non fosse il 3,7%, come dichiarato in precedenza, ma il 13,7%.

Tale notizia ebbe effetti devastanti e destabilizzò gli investitori, i quali contrassero la domanda di titoli determinando, come conseguenza dell'eccesso di offerta, l'aumento immediato del tasso d'interesse, che raggiunse addirittura l'8% nel maggio dell'anno successivo. Due ulteriori fattori giustificavano l'inesorabile aumento dei tassi d'interesse: *“il primo, il fatto che il 17 maggio 2010 la Grecia avrebbe dovuto ripagare circa venti miliardi di euro in titoli in scadenza; il secondo, che più passava il tempo senza che la Grecia trovasse modalità per ottenere liquidità per ripagare il proprio debito, maggiore era la possibilità che tale Stato avrebbe dovuto “ristrutturare” il proprio debito”*<sup>88</sup>.

Una crisi del genere era un qualcosa senza precedenti. Mai prima di allora uno Stato europeo si era trovato in una situazione simile e le istituzioni europee si rivelarono da subito impreparate nel gestire un evento di tale portata. La preoccupazione maggiore era che in un sistema integrato come quello europeo, dove i capitali sono liberi di muoversi tra uno Stato e l'altro, l'eventuale default o la ristrutturazione del debito di uno di questi potesse avere effetti a cascata sugli altri.

Le perdite, in entrambi i casi, avrebbero ricadute devastanti sulla stabilità finanziaria non solo degli istituti finanziari greci, ma anche di quelli di altri Stati-euro che detenevano titoli di debito pubblico ellenici.

Il 23 aprile 2010, dopo mesi in cui il governo greco aveva tentato di tutto per scongiurare tale eventualità, il premier Papandreou richiedeva formalmente l'attivazione dei meccanismi di salvataggio. Così, *“dopo qualche esitazione in ambito politico, motivata anche da riflessioni giuridiche, un primo pacchetto europeo di aiuti fu accordato il 2 maggio 2010”*<sup>89</sup>.

Esso consisteva in un programma triennale di prestiti bilaterali per un totale di 80 miliardi di euro, di cui 30 miliardi che sarebbero stati erogati già dal 19 maggio del 2010.

Ad essi venivano aggiunti circa altri 30 miliardi messi a disposizione dal Fondo Monetario Internazionale, portando l'impegno congiunto a un finanziamento totale di 110 miliardi.

Già da mesi all'interno del Consiglio europeo si era discusso della criticità della situazione greca.

A tal proposito, i vari Stati si rivelarono sin dal primo momento concordi nell'intervenire a sostegno della Grecia, eccezion fatta per la Germania che richiedeva che questi aiuti fossero vincolati a concrete riforme, spaventata che la propria Corte costituzionale potesse dichiarare illegittima una simile azione di salvataggio nei confronti di un paese terzo.

---

<sup>88</sup> L. F. Pace, *La crisi del “sistema euro” (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni*, Editoriale Scientifica, 2014

<sup>89</sup> M. Ruffert, *The European debt crisis and European Union law*, *Common Market Law Review*, Volume 48, Issue 6, 2011

La Cancelliera Merkel aveva inoltre fatto presente come, *“una volta terminate le difficoltà finanziarie della Grecia, si sarebbero dovuti modificare i trattati per prevedere nuovi strumenti per la gestione di simili crisi”*<sup>90</sup>.

Nonostante la generosità e la prontezza delle istituzioni, sembrava ormai troppo tardi per poter pretendere che l'erogazione di una tale somma potesse bastare per risollevare le finanze greche e non solo, dal momento che la crisi sembrava in questa fase propagarsi verso altri Stati europei.

Fu così che il 6 maggio, in una riunione informale dei membri di vertice della BCE guidata dal presidente Jean-Claude Trichet, fu decisa quella che sarebbe poi stata definita la c.d. *“opzione nucleare”*, cioè la possibilità di acquisto sul mercato secondario da parte della Bce di titoli di debito pubblico degli Stati-euro, tra cui la Grecia.

Tale misura aveva la finalità di permettere agli Stati maggiormente in difficoltà di finanziarsi senza dover pagare dei tassi d'interesse insostenibili e rinviava la sua approvazione alla riunione del Consiglio europeo che si sarebbe tenuta a partire dal giorno successivo.

Nel corso di tale incontro vi furono diversi motivi di frizione in particolar modo tra i rappresentanti della Francia e quelli della Germania. Un compromesso fu trovato grazie all'intervento olandese: fu stabilita la creazione di due diversi fondi, l'European Financial Stability Mechanism (EFSM), il quale avrebbe fornito liquidità agli Stati membri in difficoltà mediante la vendita di titoli garantiti in parte da altri Stati europei, e l'European Financial Stability Facility (EFSF), fondo costituito presso una società lussemburghese di diritto privato, i cui soci erano gli Stati stessi, che fungeva da *ente veicolo* per permettere di trasferire il denaro nelle casse pubbliche degli Stati in difficoltà. Inizialmente pensato come uno strumento temporaneo per arginare i problemi in Grecia, sarebbe poi stato utilizzato anche per la gestione della crisi in Irlanda e Portogallo.

Il 10 maggio, inoltre, la Bce attivava il programma Security Market Programm (SMP), con le finalità già descritte precedentemente.

Se tali scelte garantirono un periodo di relativa tranquillità, una nuova fase di estrema instabilità sembrava pronta ad abbattersi sull'euro-zona. I problemi non erano certo ancora risolti, ma questa volta furono amplificati dalle scelte scellerate frutto del c.d. accordo di Deauville stipulato tra il Presidente francese e la Cancelliera tedesca.

Essi, riuniti nella cittadina francese per il G8, cercarono di individuare nuove regole per rendere automatica la sanzione degli Stati che avessero violato i parametri di bilancio previsti dal PSC.

Ora che la crisi del debito sembrava spostarsi verso altri paesi e in particolare verso l'Irlanda, il leader tedesco temeva che Berlino avrebbe dovuto pagare per i futuri salvataggi.

---

<sup>90</sup> L. F. Pace, *La crisi del “sistema euro” (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni*, Editoriale Scientifica, 2014

*“L’accordo del 19 ottobre prevedeva che in futuro i salvataggi del meccanismo europeo di stabilità richiederanno che le perdite vengano imposte ai creditori privati”<sup>91</sup>.*

Nel caso in cui uno Stato fosse costretto a ristrutturare il proprio debito, i possessori dei titoli dello Stato in questione subirebbero perdite sul valore del titolo stesso.

Dura e immediata fu la reazione di diversi Stati membri e di alcune personalità molto influenti nell’euro-zona, tra cui gran parte dei ministri delle finanze europei e il presidente della BCE.

Quest’ultimo, immaginando le conseguenze che una simile decisione avrebbe scatenato, sembrerebbe aver detto *“voi distruggerete l’Euro”*. Ed infatti, qualche giorno dopo, la sola notizia dell’accordo generò una vendita di massa dei titoli di debito pubblico dei paesi più in difficoltà e l’aumento dei relativi tassi d’interesse e degli spread.

Le preoccupazioni del numero uno della BCE si sarebbero concretizzate di lì a poco, quando la crisi iniziò a interessare anche altri Stati europei. In un primo momento Irlanda e Portogallo, successivamente anche Italia e Spagna.

Lo Stato più in difficoltà in questo momento era appunto l’Irlanda. Il rapporto deficit/Pil aveva toccato nel 2010 l’incredibile valore del 32% come diretta conseguenza della bolla immobiliare irlandese scoppiata nel 2007 dopo un decennio di incredibili speculazioni. Lo Stato, per evitare una corsa agli sportelli e di conseguenza l’implosione del sistema bancario, decise di fornire liquidità alle banche garantendo che investitori e depositanti non avrebbero subito perdite. Ciò che sorprende era il fatto che, a fronte di uno spread tra titoli decennali irlandesi e tedeschi pari al 4,5%, il governo irlandese non stesse considerando l’ipotesi di avanzare richiesta di aiuto ai fondi salva Stati.

Alla fine di settembre il governo fornì ulteriore liquidità al sistema bancario ma, invece di calmare i mercati, questa mossa ebbe l’effetto contrario facendo salire ancor di più il tasso d’interesse richiesto per l’acquisto dei titoli di Stato irlandesi.

A seguito dell’accordo di Deauville del mese successivo, il Consiglio europeo del 29 ottobre si disse intenzionato ad attuare concretamente il piano franco-tedesco. Gli Stati si impegnavano a modificare le regole del Patto di stabilità e crescita entro l’estate del 2011, creare un fondo permanente “salva Stati” con il compito di sostenere i paesi europei maggiormente in difficoltà.

Fu stabilito inoltre che i paesi che in futuro richiederanno il salvataggio da parte del fondo avrebbero, come già spiegato, potuto subire perdite nel valore dei titoli stessi.

Ben presto ci si rese conto delle drammatiche conseguenze dell’accordo che, oltre a peggiorare immediatamente la situazione irlandese, sembrò trascinare nella crisi anche altri paesi europei.

---

<sup>91</sup> A. Mody, *The ghost of Deauville*, articolo pubblicato da VoxEU, CEPR Press, 2014

Il 18 novembre l'UE e il FMI imposero un ultimatum al governatore della banca centrale irlandese: *“o l'Irlanda avrebbe richiesto il salvataggio o la BCE avrebbe vietato alla banca centrale irlandese di fornire liquidità alle banche irlandesi dato che le banche irlandesi non presentavano più quella caratteristica di solidità richiesta per poter accedere al programma ELA”*<sup>92</sup>.

La settimana seguente l'Irlanda chiese ufficialmente il “salvataggio” all'UE e al FMI.

La crisi si stava ora espandendo, trascinando con sé diversi altri Stati europei.

Nel frattempo, in Portogallo, il governo in carica tentò di scongiurare la richiesta di bailout varando misure di austerità per tentare di tenere sotto controllo la situazione (8,6% rapporto deficit/PIL 2011 e diverse scadenze a breve termine). La proposta, tuttavia, non ottenne la fiducia in aula e pochi giorni dopo il nuovo governo chiedeva ufficialmente il salvataggio all'UE e al FMI. La dimensione delle economie greca, irlandese e portoghese aveva permesso di organizzare un “salvataggio” con la (pur limitata) capacità dei fondi “salva Stati”. Cosa sarebbe accaduto se il salvataggio fosse stato richiesto da Stati più grandi come Italia e Spagna che già da luglio 2011 versavano in condizioni economiche e finanziarie precarie?

Erano ormai mesi che si rincorrevano voci riguardanti una possibile ristrutturazione del debito greco e ciò che tale eventualità avrebbe comportato per i titolari delle relative obbligazioni statali.

Voci che tuttavia *“furono sufficienti ad innescare un vero e proprio rally del tasso d'interesse sui titoli decennali italiani e spagnoli, che raggiunsero rispettivamente il 5,73% e il 6,04%”*<sup>93</sup>.

Italia che scontava una dinamica del debito pubblico che si faceva sempre più preoccupante, a fronte di una crescita economica assai limitata nel corso degli anni precedenti. Tuttavia, nella dichiarazione di luglio 2011 dei Capi di Stato e di Governo europei e delle istituzioni UE venivano apprezzati gli sforzi per cui il governo si era recentemente impegnato al fine di riportare nel 2012 il disavanzo al di sotto del 3%, e raggiungere il pareggio di bilancio entro il 2014.

Diversa era la situazione economica della Spagna, la quale stava attraversando un periodo di forte recessione caratterizzata da livelli impressionanti di disoccupazione (20% nel 2010, 40% se si considera la sola componente giovanile).

In tale contesto le istituzioni non sembravano disporre di strumenti immediati per tentare di risolvere una crisi che, come molti avevano previsto, si diffuse velocemente verso altri paesi europei. La Banca Centrale Europea, indipendente e potenzialmente dotata di liquidità infinita, sembrava essere l'unico soggetto in grado di intervenire velocemente tramite il programma SMP acquistando sul mercato titoli spagnoli e italiani per ridurre il tasso d'interesse.

---

<sup>92</sup> L. F. Pace, La crisi del “sistema euro” (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni, Editoriale Scientifica, 2014

<sup>93</sup> N. Chaturvedi, Italian, Spanish Bonds Are Pressured, The Wall Street Journal, 2011

L'azione della BCE non era però priva di ostacoli. Già da mesi erano state espresse diverse critiche da parte dei rappresentanti di quegli Stati c.d. frugali, i quali si opponevano con vigore a tale programma e richiedevano di condizionare qualsiasi tipo di impegno alla realizzazione da parte degli Stati in difficoltà di riforme strutturali e tagli diffusi alla spesa pubblica.

La famosa lettera pubblicata dal Corriere della Sera il 29 settembre 2011, recapitata al governo italiano e firmata congiuntamente dal presidente uscente della BCE, Trichet, e quello entrante, Mario Draghi, può esser considerata emblematica in tal senso. L'impegno della BCE nel tentare di arginare la crisi veniva condizionato all'adozione di specifiche misure da parte dell'Italia.

La lettera era stata inviata i primi di agosto e il governo italiano rispose impegnandosi nel portare a termine quanto richiesto, ma ben presto il nodo costituito dalla riforma delle pensioni e le dichiarazioni del Presidente Berlusconi sull'euro e sulla possibilità di uscita da parte dell'Italia dall'Europa fecero salire vertiginosamente il tasso d'interesse.

Il presidente Berlusconi rassegnava le proprie dimissioni a novembre 2011 e al suo posto veniva nominato Mario Monti, soggetto particolarmente gradito in ambito europeo dove aveva ricoperto i ruoli di componente della Commissione europea per il mercato interno prima, e successivamente quello di componente della Commissione europea per la politica di concorrenza.

### **La riforma della governance europea e della sorveglianza di bilancio: six pack, two pack e semestre europeo**

Già a partire dai primi segni della crisi, iniziò ad essere evidente la necessità di riformare la governance economica dell'UE.

A tal proposito, già nel giugno del 2010, la Commissione aveva pubblicato una comunicazione intitolata *“Migliorare il coordinamento delle politiche economiche per la stabilità, la crescita e l'occupazione – Strumenti per una governance economica dell'UE più forte”*<sup>94</sup>, all'interno della quale erano contenute le sei proposte che avrebbero poi fatto parte di un pacchetto di misure ben più ampio, presentate dalla Commissione nel settembre dello stesso anno e conosciute come *“Six Pack”*<sup>95</sup>.

Parallelamente, all'interno del Consiglio, veniva istituita una task force nel marzo del 2010. Questa era presieduta dal Presidente del Consiglio stesso, Herman Van Rompuy, ed era composta per la maggior parte dai ministri delle finanze dei paesi appartenenti all'UE.

---

<sup>94</sup> European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance”, COM(2010) 367/2, 2010

<sup>95</sup> La misura introdotta consiste in 5 regolamenti (UE), nn. 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, e una direttiva, n. 2011/85/UE



Il report finale fu rilasciato ad ottobre 2010, momento che rappresenta l'inizio delle difficili trattative tra le istituzioni europee per tentare di raggiungere un accordo comune.

La novità era il fatto che il Trattato di Lisbona aveva recentemente affidato nuovi poteri in quest'ambito di policy al Parlamento europeo, complicando ulteriormente la strada del compromesso. *"I negoziati furono dunque più lunghi del previsto, motivo per il quale la proposta fu adottata dal Parlamento solo il 28 settembre 2011 e dal Consiglio il 4 ottobre 2011"*<sup>96</sup>, stabilendo che le misure contenute all'interno del six pack sarebbero dovute diventare vincolanti già a partire dal 13 dicembre del 2011. *"Il pacchetto è composto da cinque regolamenti e una direttiva che introducono importanti innovazioni al Patto di stabilità e crescita"*<sup>97</sup>, cambiamenti che *"rappresentano il tentativo di riforma più importante a partire dall'introduzione dell'unione monetaria"*<sup>98</sup> ed hanno il fine di migliorare la disciplina fiscale degli Stati membri, stabilizzare l'economia della zona euro e prevenire nuove crisi in futuro.

Innanzitutto, viene riformato il braccio preventivo del Patto grazie a nuove disposizioni che ne rinforzano la disciplina precedente. Queste *"impongono agli Stati membri di conseguire un obiettivo di bilancio a medio termine e di presentare a tal fine appositi programmi di stabilità, sottoposti in sede europea, di norma su istruttoria della Commissione e con decisione del Consiglio, a valutazione preventiva all'adozione delle decisioni nazionali di bilancio per l'esercizio successivo"*<sup>99</sup>.

Ogni Stato viene quindi invitato a mantenere una politica di bilancio prudente, potendo disporre ciascuno di un obiettivo di medio termine calcolato sulla base della propria situazione di bilancio.

Tali obiettivi prevedono un disavanzo corretto per il ciclo che deve tendere al pareggio o all'attivo, con valori compresi in un intervallo tra il -1% del PIL e il pareggio/attivo, al netto delle misure temporanee e una tantum.

Questi sono architettati per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche degli SM e vengono esaminati da Consiglio e Commissione, valutando se le ipotesi economiche sulle quali il programma è basato siano plausibili, il percorso di avvicinamento verso l'OMT sia adeguato e se le misure adottate o proposte siano sufficienti per raggiungerlo<sup>100</sup>.

---

<sup>96</sup> M. Ruffert, The European debt crisis and European Union law, Common Market Law Review, Volume 48, Issue 6, 2011

<sup>97</sup> M. Buti, M. Larch, The Commission proposals for stronger EU economic governance: A comprehensive response to the lessons of the Great Recession, VoxEU, CEPR Press, 2010

<sup>98</sup> European Commission, EU Economic governance "Six Pack" enters into force, MEMO/11/898, 2011

<sup>99</sup> R. Dickmann, Governance economica europea e misure nazionali per l'equilibrio dei bilanci pubblici, Studi di federlismi.it, Jovene, 2013

<sup>100</sup> Regolamento (UE) N. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) N.1466/1997, Art. 5, 2011

Per rendere più agevole il raggiungimento dell'obiettivo viene quindi introdotto un vincolo alla crescita della spesa (expenditure benchmark) la cui evoluzione è strettamente legata a quella del tasso di crescita di medio periodo e del PIL potenziale.

Tale aggregato di spesa, sottoposto alla valutazione annuale da parte della Commissione e del Consiglio, comprende il totale della spesa delle Amministrazioni Pubbliche, scorporando la spesa per interessi, la spesa nei programmi europei per la quota coperta da fondi comunitari e dalla variazione delle spese non discrezionali per indennità di disoccupazione.

Tutto ciò permetterebbe così un'azione più incisiva da parte delle istituzioni nel caso in cui il bilancio di uno Stato membro si discosti significativamente dagli obiettivi imposti, introducendo la possibilità di imporre avvisi e raccomandazioni agli Stati non in linea con gli obiettivi di medio termine prestabiliti.

Tuttavia, il Six Pack non si occupa di riformare esclusivamente il braccio preventivo del Patto, bensì ha il merito di aver innovato anche quello correttivo. Precedentemente, infatti, le sanzioni venivano comminate a tutti gli Stati colpevoli di aver ripetutamente procrastinato l'adozione di misure in grado di riportare la situazione finanziaria in linea con quanto richiesto dalle istituzioni europee, mentre da questo momento si sarebbero applicate automaticamente nei confronti di tutti coloro i quali avessero presentato livelli di deficit o di debito considerati come non sostenibili.

Nel caso in cui uno Stato non rispettasse i propri obblighi, verrebbe imposta, a seguito di una raccomandazione della Commissione, una sanzione da parte del Consiglio che diventa vincolante nel caso in cui una maggioranza qualificata NON voti contro la proposta. Questa rappresenta un'innovazione importante nel meccanismo di voto chiamata "*maggioranza qualificata inversa*", con il pregio di rendere le regole più vincolanti, automatiche e credibili di quanto non fossero in precedenza.

In caso di inadempienza all'azione correttiva raccomandata, verrebbe imposto allo Stato in questione il versamento di un deposito infruttifero vincolato (pari allo 0,2% del Pil). Qualora esso, nonostante i richiami da parte delle istituzioni europee, continui a non osservare le raccomandazioni ricevute, il deposito sarebbe convertito in sanzione.

Inoltre, in questa fase, le istituzioni europee pongono la propria attenzione soprattutto sullo stock di debito pubblico accumulato nel tempo. Questo perché, come aveva fatto notare in precedenza De Grauwe, "*se lo scopo del Patto è quello di evitare il rischio di default per gli Stati membri la sorveglianza dovrebbe concentrarsi su livello del debito piuttosto che su quello del deficit*"<sup>101</sup>.

Con il Six Pack viene perciò reso operativo il criterio del debito pubblico, già espressione del Trattato ma largamente trascurato nel corso degli anni dagli Stati europei, il quale afferma che "*se non viene*

---

<sup>101</sup> P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, 2016

*rispettato il valore di riferimento del 60% per il rapporto debito/Pil, lo Stato membro interessato sarà sottoposto alla procedura per i disavanzi eccessivi, dopo aver preso in considerazione tutti i fattori rilevanti e l'impatto del ciclo economico, se il divario tra il suo livello di indebitamento e il riferimento del 60% non si riduce di 1/20 all'anno*"<sup>102</sup>.

Tuttavia, dal momento che in questo periodo gran parte degli Stati erano già sottoposti alla procedura per disavanzi eccessivi, viene concesso un periodo di tre anni per permettere agli stessi di rimettersi in carreggiata e soddisfare tale regola.

Questa nuova disciplina, tuttavia, non si limita a regolare esclusivamente questi aspetti connessi alla sostenibilità di bilancio, bensì ha il merito di introdurre anche interessanti innovazioni riassunte sotto il nome di *“disposizioni per migliori statistiche di bilancio”*<sup>103</sup>, tra cui la possibilità di imporre sanzioni qualora i paesi membri comunicano in modo errato i dati sul loro disavanzo o sul loro debito, nonché misure per rafforzare l'indipendenza professionale delle singole autorità statistiche nazionali.

Tali provvedimenti hanno l'obiettivo di migliorare il coordinamento delle politiche economiche dei vari Stati europei e di riformare allo stesso tempo la governance economica europea, tentando di compiere passi in avanti verso un'unione che non sia esclusivamente monetaria ma anche economica. In tal senso, il principale risultato raggiunto è rappresentato dall'introduzione del *“Semestre Europeo”*<sup>104</sup>, il cui iter è definito *“nel regolamento (CE) n. 1466/97, come profondamente modificato dal regolamento (UE) n. 1175/2011, facente parte del six pack”*<sup>105</sup>.

Tale strumento consiste in un ciclo annuale di coordinamento, da parte della Commissione e del Consiglio, delle politiche economiche e di bilancio nei paesi UE con il fine di migliorare la sostenibilità economica e sociale dell'Unione.

Il Semestre ha così il pregio di riunire *“all'interno di un'unica cornice normativa diversi processi di coordinamento e sorveglianza socioeconomica che fanno riferimento ad ambiti diversi e con diversa natura giuridica.*

---

<sup>102</sup> Regolamento (CE) n. 1177/2011 che modifica il regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, Art.2.1 bis., 2011

<sup>103</sup> Direttiva 2011/85/UE del Consiglio relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri, 2011

<sup>104</sup> Il semestre europeo è stato introdotto come nuovo elemento successivamente all'accordo raggiunto nel 2010 (cfr. Comunicazione COM(2010) 250 definitivo intitolata [“Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche”](#) e Comunicazione COM(2010) 367/2 intitolata [“Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche per la stabilità, la crescita e l'occupazione – Gli strumenti per rafforzare la governance economica dell'UE”](#)) e alle modifiche apportate nel 2011 dal regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, al regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 12)

<sup>105</sup> R. Dickmann, Governance economica europea e misure nazionali per l'equilibrio dei bilanci pubblici, Studi di federlismi.it, Jovene, 2013

Sono confluiti così all'interno dello stesso strumento meccanismi aventi natura vincolante come le norme contenute nel Patto di stabilità e crescita e la procedura per gli squilibri macroeconomici, con strumenti *soft* per coordinare le politiche sociali a livello europeo.

Non tardarono ad arrivare le critiche di coloro i quali credevano che un tale modello di governance avrebbe presto causato forti squilibri istituzionali<sup>106</sup>, dal momento che avrebbero permesso alle istituzioni europee di intervenire in campi che i Trattati avevano riconosciuto essere competenza esclusiva degli Stati membri come la politica sociale, sanitaria o del lavoro.

Numerosi saranno, negli anni successivi, i casi in cui le raccomandazioni prodotte nell'ambito del Semestre sembrerebbero essere volte all'introduzione di specifiche misure da adottare per gli Stati, piuttosto che al rispetto di determinati parametri quantitativi.

Da un'attenta analisi dei primi cicli del Semestre è infatti possibile notare come la disciplina di bilancio sia stata per molto tempo la principale preoccupazione da parte delle istituzioni, subordinando obiettivi potenzialmente contrastanti come quelli di natura sociale ad altri di tipo economico considerati essenziali per la sopravvivenza dell'Unione economica e monetaria<sup>107</sup>.

La riduzione continua della spesa sociale ha rappresentato in questa fase una spregevole costante giustificata tuttavia dall'esigenza da parte di molti Stati di rientrare da una situazione debitoria giunta quasi al limite della sostenibilità, con tagli diffusi diretti nei confronti dei vari sistemi previdenziali e sanitari dei paesi europei.

Emblematiche sono le richieste di riduzione della spesa sociale prodotte dalle istituzioni europee nei confronti di Grecia, Irlanda e Portogallo. *“In tutti questi casi, infatti, la drastica riduzione della spesa sociale ha rappresentato uno dei principali elementi dei programmi di aggiustamento che tali Paesi hanno dovuto adottare per poter beneficiare degli aiuti”*<sup>108</sup>.

Ben presto fu però evidente come l'esclusivo affidamento a politiche di austerità fosse inadeguato nel fornire risposte alle nuove sfide che la crisi aveva portato con sé, si decise perciò di introdurre progressivamente elementi volti alla promozione della crescita economica, al miglioramento della competitività nazionale e alla creazione di nuovi posti di lavoro.

Nonostante ciò, è indubbio che l'istituzione del Semestre abbia sensibilmente ampliato la capacità d'intervento e di indirizzo da parte delle istituzioni europee nei confronti degli Stati membri in ambito socioeconomico.

---

<sup>106</sup> F. Amtenbrink, Legal Developments, in JCMS, 2012

<sup>107</sup> F. Costamagna, The Impact of Stronger Economic Policy Coordination on the European Social Dimension: Issues of Legitimacy, in M. ADAMS, F. FABBRINI, P. LAROUCHE (a cura di), The Constitutionalization of European Budget Constraints, 2014

<sup>108</sup> F. Costamagna, Il coordinamento delle politiche economiche nell'ambito del Semestre europeo, Contributo in volume dal titolo "Governance economica europea. Strumenti dell'Unione, rapporti con l'ordinamento internazionale e ricadute nell'ordinamento, Editoriale Scientifica, 2015

Il Semestre segue un iter ben preciso in base al quale gli Stati membri ricevono istruzioni da parte delle istituzioni e successivamente presentano i programmi nazionali di riforma e i programmi di stabilità o convergenza.

Dopo la valutazione dei programmi prodotti, gli SM ricevono raccomandazioni individuali di cui dovranno tener conto nel definire il bilancio d'esercizio dell'anno successivo e le politiche economiche necessarie. Verso la fine dell'anno, infatti, viene pubblicata dalla Commissione *un'analisi della crescita e una relazione sul meccanismo di allerta per l'anno successivo*.

La prima riassume la posizione della Commissione circa le priorità politiche dell'Ue per l'anno successivo, la seconda consiste in un'analisi macroeconomica dei singoli Stati membri da cui può eventualmente emergere la necessità di un'analisi approfondita da parte della Commissione nei casi in cui vi sia il rischio di possibili squilibri macroeconomici.

Successivamente, tra gennaio e febbraio, il Consiglio dell'UE discute l'analisi della crescita prodotta dalla Commissione, formulando orientamenti politici generali e adottando le proprie conclusioni. Anche il Parlamento europeo viene interessato in questa fase, discute anch'esso l'analisi annale della crescita e può pubblicare una relazione di iniziativa.

Nel mese di marzo la Commissione pubblica una relazione per ciascuno degli SM nella quale vengono esaminati, per i paesi più a rischio, gli eventuali squilibri macroeconomici. Sulla base di tali relazioni vengono successivamente inoltrate raccomandazioni agli SM con il fine di correggere gli squilibri individuati.

Il mese successivo, aprile, rappresenta il termine ultimo entro cui presentare contestualmente i *programmi di stabilità (programmi di convergenza* per i paesi che non partecipano all'euro), nei quali viene chiarita la strategia di medio termine a livello di bilancio ed i *programmi nazionali di riforma (PNR)*, in cui emergono le principali riforme che gli SM si impegnano ad attuare per promuovere crescita e occupazione.

All'inizio di giugno, la Commissione valuta i programmi prodotti dagli Stati membri e presenta raccomandazioni specifiche paese per paese da discutere successivamente anche all'interno del Consiglio dell'Ue e del Consiglio europeo.

Al termine di questo complesso iter il Consiglio dell'Ue adotta le raccomandazioni specifiche discusse e invita gli Stati membri a seguirle.

Il Semestre europeo è stato concepito soprattutto come il mezzo attraverso cui raggiungere gli obiettivi fissati dalla strategia Europa 2020 per la crescita e l'occupazione, lanciata nel 2010 in risposta alla crisi economica e che sostituisce la precedente strategia di Lisbona.

Secondo gli ideatori, le crisi come quella che l'Europa al tempo stava vivendo sono superabili solo portando a termine riforme strutturali: *“riforme basate su sforzi nazionali, ma che si avvalgono di*

*punti di forza europei come il mercato unico, la politica commerciale comune e altre politiche dell'Unione europea (UE)*"<sup>109</sup>, con l'obiettivo di sostenere la crescita ed aumentare la competitività dell'intera zona euro.

Le priorità individuate dalla Strategia Europa 2020 sono tre e si rinforzano a vicenda<sup>110</sup>:

- Crescita intelligente: fondare la crescita economica sulla conoscenza e sull'innovazione.
- Crescita sostenibile: sviluppare un'economia più efficiente in quanto a utilizzo delle risorse.
- Crescita inclusiva: promuovere l'occupazione e favorire la coesione sociale e territoriale.

Per realizzare tali nobili propositi la commissione ha stabilito alcuni obiettivi che gli Stati membri dovrebbero raggiungere. I progressi compiuti dagli Stati in direzione degli obiettivi prefissati dalla strategia Europa 2020 sono valutati dalle istituzioni nell'ambito del semestre europeo. *"Gli Stati membri sono poi invitati a riferire nei rispettivi programmi nazionali di riforma i progressi compiuti nel raggiungimento dei propri obiettivi"*<sup>111</sup>.

Le importanti innovazioni introdotte dal semestre europeo e dal Six-pack sono state la naturale risposta alle carenze della governance economica e della sorveglianza di bilancio emerse durante la crisi economica e finanziaria degli anni precedenti.

Nonostante tali misure abbiano rafforzato nel tempo il Patto di stabilità e crescita, ben presto gli Stati membri che avevano adottato l'euro come moneta percepirono la necessità di dover consolidare ulteriormente la sorveglianza di bilancio, preoccupati perché ormai consapevoli di come gravi squilibri in un determinato paese comportino ricadute negative anche su altri paesi in una area integrata come quella europea. In quest'ottica la Commissione, nel novembre del 2011, ha proposto altri due regolamenti per rafforzare la sorveglianza di bilancio nella zona euro conosciuti con il nome di *"Two-Pack"*<sup>112</sup>, entrati in vigore a partire dal 30 maggio 2013.

Le nuove misure introdotte mirano al miglioramento sia della parte preventiva sia di quella correttiva del Patto ed hanno lo scopo di aumentare la trasparenza della procedura di bilancio, migliorare il coordinamento tra gli Stati che hanno adottato la moneta comune e riconoscere i bisogni degli Stati membri in difficoltà economico-finanziarie<sup>113</sup>. Il primo regolamento, sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri che affrontano o sono minacciati da serie

---

<sup>109</sup> Commissione europea, Comunicazione della Commissione, EUROPA 2020 – Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, COM (2010) 2020, 2010

<sup>110</sup> ibidem

<sup>111</sup> Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Bilancio della strategia Europa 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, COM/2014/0130, 2014

<sup>112</sup> Il pacchetto di misure "Two-Pack" è composto da due Regolamenti UE, il N°472/2013 e il N°473/2013, 2013

<sup>113</sup> Commissione europea, MEMO, Entra in vigore il "Two-Pack": completato il ciclo di sorveglianza di bilancio e migliorata ulteriormente la governance economica per la zona euro, 2013

difficoltà per la propria stabilità finanziaria nell'eurozona, si applica a tutti gli Stati membri della zona euro e definisce misure puntuali per quei paesi che stanno affrontando o rischiano di affrontare gravi crisi economico-finanziarie, o che ricevono assistenza finanziaria<sup>114</sup>.

La Commissione a titolo precauzionale può stabilire una sorveglianza particolare per gli Stati che rientrano in tali fattispecie. Sulla base di tale sorveglianza, può quindi imporre ulteriori obblighi per gli Stati in questione.

Il secondo invece, introduce delle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei progetti nazionali di bilancio, ulteriori disposizioni sulla correzione dei disavanzi eccessivi e modifica sensibilmente il calendario di bilancio per gli Stati membri della zona euro<sup>115</sup>.

Per gli Stati membri sottoposti a procedura per disavanzi eccessivi viene introdotto un sistema di monitoraggio che si integrerà perfettamente con gli obblighi già previsti dal Patto di stabilità e crescita. Lo Stato in questione viene infatti obbligato a fornire periodicamente alla Commissione quante più informazioni possibili sulle misure che si stanno intraprendendo o che si vogliono intraprendere per rientrare in fretta da una situazione considerata come estremamente pericolosa da parte delle istituzioni. Lo scambio di questo genere di informazioni permetterà alla Commissione di poter anticipare quelli che potrebbero essere gli eventuali rischi che minacciano la correzione.

## **Il fiscal compact**

La crisi economica e finanziaria patita in questi anni da gran parte degli Stati europei ha indotto le istituzioni a portare avanti politiche di bilancio decisamente più rigorose, con lo scopo di limitare, almeno secondo il pensiero dominante di politica economica in quel periodo, la recessione in corso. Il processo di rafforzamento della disciplina di bilancio e della governance economica europea portato avanti in questi anni culmina con la firma, in occasione del Consiglio europeo del 1-2 marzo 2012, del "*Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria*", meglio conosciuto con il nome di "*Fiscal Compact*".

Tale trattato è stato siglato da tutti gli Stati UE ad eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca, ed è entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2013 dopo essere stato ratificato da dodici Paesi dell'Eurozona<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> Regolamento (UE) N. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, 2013

<sup>115</sup> Regolamento (UE) N. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, 2013

<sup>116</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Titolo VI – Disposizioni generali e finali, Art. 14.2, 2012

Esso detta una disciplina di bilancio che in gran parte riprende le regole del Six-Pack e del Two-Pack, seppur differendo da quest'ultimi per la forma che assume, quella di un trattato intergovernativo. Tale stratagemma fu scelto per superare l'opposizione dei due Stati, dal momento che la procedura di revisione dei Trattati UE prevede che ci sia il consenso di tutti gli Stati membri.

Addentrando nella normativa, in base all'articolo 3 comma 1 viene disposto l'obbligo per gli Stati firmatari di mantenere un bilancio "*in pareggio o in avanzo*". Obiettivo che risulta soddisfatto "*se il saldo strutturale annuo della pubblica amministrazione è pari all'obiettivo di medio termine specifico per il paese, quale definito nel Patto di stabilità e crescita rivisto, con il limite inferiore di un disavanzo strutturale dello 0,5% del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato*"<sup>117</sup>.

Viene poi precisata la possibilità per le parti contraenti, in "*circostanze eccezionali*", di deviare dal proprio obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo.

Per "*circostanze eccezionali*" si intendono "*eventi inconsueti non soggetti al controllo della parte contraente interessata che abbiano rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria della pubblica amministrazione oppure periodi di grave recessione economica*"<sup>118</sup>.

Una deroga alla regola è permessa a quei paesi con un livello di debito pubblico rispetto al Pil inferiore al 60%, in quanto i rischi legati alla sostenibilità delle loro finanze pubbliche risulterebbero essere relativamente bassi. A tal proposito, è previsto per questi un limite inferiore per l'obiettivo di medio termine più morbido, essendo permesso di poter raggiungere "*un disavanzo strutturale massimo dell'1% del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato*"<sup>119</sup>.

Nel caso si registrassero delle deviazioni importanti dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento allo stesso, si attiverebbe automaticamente "*un meccanismo di correzione*" che impone alle parti inadempienti "*misure per correggere le deviazioni in un periodo di tempo definito*"<sup>120</sup>.

Altra disposizione fondamentale del Trattato è quella contenuta al comma 2 dell'articolo 3, ossia l'inserimento della regola menzionata in precedenza del pareggio di bilancio all'interno delle singole legislazioni nazionali. La forma richiesta è quella di legge di rango primario, preferibilmente di livello costituzionale. Essa, anche chiamata "*regola aurea*", è stata introdotta all'interno della Costituzione italiana nell'Aprile del 2012 grazie alla modifica dell'art.81, ed è stata oggetto di grandi critiche da parte di chi accusava il governo di portare avanti politiche economico-finanziarie troppo restrittive.

---

<sup>117</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Titolo III – Patto di bilancio, Art. 3.1, 2012

<sup>118</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Titolo III – Patto di bilancio, Art. 3.3, 2012

<sup>119</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Titolo III – Patto di bilancio, Art. 3.1, 2012

<sup>120</sup> *ibidem*



Scorrendo tra le altre norme contenute nel Trattato, notiamo innanzitutto come sia confermato l'obbligo già previsto tra i criteri di Maastricht di non superare il valore soglia del 3% nel rapporto tra deficit e Pil, per quanto riguarda il debito pubblico, invece, viene introdotto dall'articolo 4 un parametro numerico di riduzione dello stock per la parte eccedente il valore del 60 % nel rapporto tra debito e Pil. I paesi con rapporto debito pubblico-Pil oltre questa soglia dovrebbero ridurlo a un ritmo medio di un ventesimo all'anno, secondo quanto disposto dall'articolo 2 del regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio (accelerazione e chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi) e modificato poi dal regolamento (UE) N. 1177/2011 del Consiglio.

Qualora una delle parti risultasse inadempiente vi è la possibilità, sia per la Commissione che per gli altri Stati, di adire la Corte di Giustizia dell'UE la cui sentenza sarà poi vincolante.

Nelle disposizioni finali del trattato viene infine prevista l'incorporazione del Fiscal Compact nell'ordinamento giuridico dell'Unione Europea. Esso stabilisce che, *“al più tardi entro cinque anni dalla data di entrata in vigore del presente trattato (entro il 1° gennaio 2018) (...) sono adottate in conformità del Trattato sull'Unione europea e del trattato sul funzionamento dell'Unione europea le misure necessarie per incorporare il contenuto del presente trattato nell'ordinamento giuridico dell'Unione europea”*<sup>121</sup>. Si prevede perciò per il Fiscal Compact un iter simile a quello degli Accordi di Shengen, nati a livello internazionale esternamente alle istituzioni europee e poi incorporati con il Trattato di Amsterdam all'interno dell'ordinamento giuridico europeo.

In questo caso, inoltre, dal momento che le eventuali modifiche non comporterebbero estensioni di competenze dell'Ue, per trasformare il TSCG in diritto dell'Unione europea basterà seguire la procedura di revisione speciale, senza dover ricorrere né a una Convenzione né a una Conferenza intergovernativa<sup>122</sup>.

Tentando di esprimere una breve valutazione, l'obiettivo di assicurare la sostenibilità dei bilanci statali degli Stati membri dell'Unione europea era già uno dei presupposti alla base della nascita del Patto di stabilità e crescita, tuttavia, la debolezza nei meccanismi di applicazione dello stesso sono stati la causa del diffuso mancato rispetto da parte dei paesi dell'UEM dei criteri del debito e del deficit contenuti nel PSC<sup>123</sup>.

Lo scopo del Fiscal Compact è perciò quello di fornire una risposta a questa situazione, cercando di superare le disposizioni del Patto, richiedendo, per assicurare la sostenibilità finanziaria degli Stati,

---

<sup>121</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Titolo VI – Disposizioni generali e finali, Art. 16, 2012

<sup>122</sup> L.S. Rossi, Fiscal Compact e conseguenze dell'integrazione differenziata nell'Ue, compare nel testo “Il Fiscal Compact”, a cura di G. Bonvicini e F. Brugnoli, IAI – Centro studi sul federalismo, 2012

<sup>123</sup> S. Collignon, The end of the Stability and Growth Pact?, International Economics and Economic Policy, IEEP 1, 2004

l'introduzione a livello statale di determinate regole, tra cui quella del pareggio di bilancio e quella che prevede un meccanismo automatico per intraprendere azioni correttive.

Nel preambolo del Trattato è infatti chiaramente espressa *“la necessità per i vari governi nazionali di mantenere delle finanze pubbliche sane e sostenibili e di prevenire situazioni di deficit eccessivi, con lo scopo di salvaguardare la stabilità dell'intera area euro”*<sup>124</sup>.

Il Fiscal Compact mira, perciò, al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita riformato e delle procedure per deficit eccessivo ed è stato fortemente voluto dalla Germania che, alla luce del suo ruolo di principale contributore nel nascente Fondo Salva Stati (Mes), è riuscita a persuadere gli altri Stati membri dell'esigenza di dotarsi di regole ancor più rigide per tenere sotto controllo i bilanci pubblici. Il Meccanismo europeo di stabilità rappresenta un ulteriore tassello per l'unione, a dimostrazione che *“la definizione della nuova governance economica europea si è avvalsa non solo della riforma delle regole di coordinamento, sorveglianza e correzione delle finanze pubbliche, ma anche di nuovi strumenti volti a supportare gli Stati in difficoltà di fronte alle dinamiche avverse dei mercati”*<sup>125</sup>.

Il Mes, infatti, dispone di un capitale pari a 700 miliardi, di cui 500 sono utilizzabili per intervenire in diversi modi:

- Fornendo assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie (art.15 Trattato Mes)
- Acquistando titoli sul mercato primario (Art. 17)
- Acquistando titoli sul mercato secondario (Art. 18)
- Concedendo prestiti a favore di singoli Stati membri che ne presentassero richiesta, a fronte di rigide condizionalità imposte (Art. 15)

La volontà di dotarsi di un simile dispositivo nasce dall'esigenza di rispondere ad uno dei principali limiti emersi durante la crisi del debito, il divieto di salvataggio contenuto nell'art. 125 TUE *“che si è rivelato controproducente nell'attuale crisi del debito, in cui l'instabilità finanziaria di alcuni Stati minaccia la stabilità dell'intera zona”*<sup>126</sup>.

Questo si configura come uno *“strumento generale di tutela”* della zona euro, complementare e funzionale rispetto agli obiettivi che la nuova governance europea vorrebbe raggiungere, perciò senza che le competenze dell'Unione vengano ampliati o le istituzioni dotate di nuovi poteri di cui non disponevano in precedenza.

---

<sup>124</sup> Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria, Preambolo, 2012

<sup>125</sup> F. Nugnes, L'impatto della governance economica europea sulla decisione di bilancio, percorsi di diritto amministrativo, editoriale scientifica, ...

<sup>126</sup> ivi

Importante sottolineare come esclusivamente i paesi appartenenti all'eurozona possano utilizzare le risorse del Fondo, perciò ci si potrebbe chiedere quale sia il motivo per cui anche diversi Stati europei che non utilizzano l'euro come moneta di scambio abbiano deciso di sottoscrivere tale Trattato.

La risposta sembrerebbe esser legata alla volontà da parte di questi Stati di assicurare i mercati sulla forza delle rispettive valute nazionali, arginando così la speculazione finanziaria che negli ultimi anni aveva raggiunto la periferia europea. Inoltre, *“stava crescendo nei cittadini europei e nell'intera comunità internazionale il desiderio di un'Europa più efficace nel difendere la propria valuta comune”*<sup>127</sup>.

In quest'ottica, l'adozione del Fiscal Compact rappresenterebbe un deciso passo in avanti verso un'Europa più forte e meno divisa.

### **La Comunicazione interpretativa della Commissione sulla flessibilità del patto**

Con la Comunicazione della Commissione europea del 13 gennaio 2015 dal titolo *“Making best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact”*, la Commissione fornisce agli Stati chiari orientamenti circa l'utilizzo che essa farà dei margini di interpretazione di cui dispone nell'applicare le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

Tale comunicazione, di natura meramente interpretativa, non sostituisce né modifica le norme vigenti, ma serve ad illustrare agli Stati membri *“come si possa assicurare che il quadro fiscale comune sostenga il programma UE per la crescita e l'occupazione, in particolare per quanto riguarda gli investimenti e le riforme strutturali e, nel contempo, tenga meglio conto della situazione congiunturale dei singoli stati”*<sup>128</sup>.

La nuova interpretazione fornita dalla Commissione pone agli Stati membri tre obiettivi, dare più rilevanza al ciclo economico degli Stati membri nelle raccomandazioni sugli aggiustamenti di bilancio, promuovere gli investimenti e incoraggiare l'attuazione delle riforme strutturali.

Per quanto riguarda il primo obiettivo, viene introdotta una *“matrice”* che stabilisce un legame più preciso tra posizione del ciclo economico e aggiustamento strutturale di bilancio richiesto agli Stati membri nella parte preventiva del Patto per i Paesi che non hanno ancora raggiunto l'obiettivo di

---

<sup>127</sup> L.S. Rossi, Fiscal Compact e conseguenze dell'integrazione differenziata nell'Ue, compare nel testo *“Il Fiscal Compact”*, a cura di G. Bonvicini e F. Brugnoli, IAI – Centro studi sul federalismo, 2012

<sup>128</sup> Comunicazione della Commissione, Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita, 2015

*medio termine (OMT)*<sup>129</sup>. Aggiustamento strutturale richiesto che risulta inoltre più o meno cospicuo a seconda che un paese abbia un debito superiore o inferiore del valore target del 60%.

Tabella 2: Matrice per l'aggiustamento dei bilanci nel quadro del braccio preventivo del Patto

*Dati espressi in punti percentuali di Pil		Aggiustamento annuo di bilancio richiesto	
		Condizioni	Debito inferiore al 60 e nessun rischio di sostenibilità
Congiuntura eccezionalmente sfavorevole	Crescita reale <0 o divario tra prodotto effettivo e potenziale <-4	Nessun bisogno di aggiustamento	
Congiuntura molto sfavorevole	Divario tra prodotto effettivo e potenziale compreso tra -4 e -3	0	0,25
Congiuntura sfavorevole	Divario tra prodotto effettivo e potenziale compreso tra -3 e -1,5	0 se crescita inferiore al potenziale, 0,25 se crescita superiore al potenziale	0,25 se crescita inferiore al potenziale, 0,5 se crescita superiore al potenziale
Congiuntura normale	Divario tra prodotto effettivo e potenziale compreso tra -1,5 e 1,5	0,5	>0,5
Congiuntura favorevole	Divario tra prodotto effettivo e potenziale $\geq 1,5$	>0,5 se crescita inferiore al potenziale, 0,75 se crescita superiore al potenziale	$\geq 0,75$ se crescita inferiore al potenziale, $\geq 1$ se crescita superiore al potenziale

Fonte: Commissione europea

Tale matrice, per permettere agli Stati di adeguare l'aggiustamento di bilancio nel corso del ciclo economico, distingue tra cinque situazioni differenti a seconda delle condizioni economiche in cui si trova un Paese, cosicché tanto più ampio è il differenziale positivo (o negativo) tra il prodotto effettivo e quello potenziale, tanto maggiore (o minore) sarà l'aggiustamento richiesto.

<sup>129</sup> Ufficio parlamentare di bilancio, Le nuove indicazioni della Commissione europea sulla flessibilità nel Patto di stabilità e crescita, Focus tematico n°1, 2015

Gli Stati sono quindi chiamati ad utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica, accumulando risparmi nelle fasi favorevoli, così da disporre di spazio sufficiente per poter lasciar agire gli stabilizzatori automatici nelle fasi negative.

Nella tabella alla pagina precedente viene descritto puntualmente il sistema architettato dalla Commissione per garantire la massima flessibilità in riferimento alla posizione del ciclo economico. Se la crescita del Pil è negativa o l'output gap è negativo e maggiore del -4% (congiuntura eccezionalmente sfavorevole), non viene richiesto nessun aggiustamento a prescindere dal livello del debito pubblico. In periodi in cui invece l'output gap è negativo e compreso tra -4 e -3 per cento (congiuntura molto sfavorevole), l'aggiustamento viene richiesto esclusivamente a quei paesi che superano il valore di riferimento del 60%, seppur in maniera ridotta (0,25% del Pil) rispetto all'aggiustamento "benchmark" dello 0,5%..

Sono poi previsti aggiustamenti di entità crescente nei periodi di congiuntura sfavorevole (output gap compreso tra -3 e -1,5 per cento), normale (output gap compreso tra -1,5 e 1,5 per cento) e favorevole (output gap compreso positivo e maggiore di 1,5 per cento).

Aggiustamenti che, nel caso di congiuntura sfavorevole o favorevole, sono inoltre maggiori se la crescita del Pil effettiva è maggiore rispetto alla crescita del potenziale.

Il secondo obiettivo che la Commissione vuole ottenere con tale Comunicazione riguarda la promozione degli investimenti. Viene così specificato come le spese affrontate dagli Stati membri per contribuire al nuovo fondo europeo per gli investimenti strategici costituito dalla Commissione e dalla BEI non saranno tenuti in considerazione ai fini del Patto. Per quanto riguarda la parte preventiva, infatti, essi verranno considerati una tantum e quindi non inclusi nel calcolo del saldo strutturale di bilancio. Con riferimento alla parte correttiva, invece, il contributo viene considerato come "fattore rilevante", perciò l'avvio della procedura di disavanzo non è prevista se la violazione della regola dipende esclusivamente dal versamento di tale contributo, l'importante è che lo sforamento rispetto al limite del 3% sia piccolo e di natura temporanea.

Inoltre, a determinate condizioni, viene permesso agli Stati membri soggetti al braccio preventivo di deviare temporaneamente dall'OMT o dal percorso di avvicinamento ad esso per aumentare quegli investimenti considerati equivalenti a importanti riforme strutturali. Viene così introdotta una "clausola per gli investimenti" in modo da definire il trattamento nei saldi strutturali di bilancio delle spese per i cofinanziamenti nazionali agli investimenti finanziati dall'UE.

La Comunicazione specifica che l'attivazione della clausola può essere richiesta solo dagli Stati membri in recessione o con output gap negativo e maggiore dell'1,5%, a patto che il disavanzo non superi il limite del 3% e che ciò non vada a discapito degli altri investimenti pubblici non finanziati dall'Unione. Le deviazioni dall'OMT o dal percorso di avvicinamento ad esso devono ad ogni modo

essere momentanee, con gli Stati impegnati a raggiungere l'obiettivo a medio termine nel corso dei quattro anni successivi. (... clausola degli investimenti)

Come ultimo obiettivo, la Commissione intende incoraggiare l'attuazione delle riforme strutturali attraverso l'inserimento di una "clausola delle riforme strutturali" nella parte preventiva del Patto, ossia permettendo agli Stati di deviare temporaneamente dall'aggiustamento strutturale di bilancio verso l'obiettivo di medio termine per l'attuazione di importanti riforme di tipo strutturale.

Gli Stati possono attivare tale clausola a condizione che presentino un piano dettagliato di riforme strutturali che includa il tipo di misure e delle scadenze ben precise.

Spetta quindi alla Commissione valutare il piano e raccomandare al Consiglio di concedere o meno allo Stato una deviazione temporanea dall'OMT o dal percorso di avvicinamento ad esso.

Deviazione che deve però essere inferiore a mezzo punto percentuale di PIL, in modo tale da non compromettere il rispetto della regola del disavanzo e il raggiungimento dell'OMT entro al massimo quattro anni dalla presentazione del piano di riforme strutturali.

L'eventuale presentazione ed attuazione del piano di riforme strutturali verrà quindi considerata come uno dei "fattori rilevanti" nelle valutazioni della parte correttiva del patto.

Per concludere, la Comunicazione della Commissione ribadisce innanzitutto come il principio fondante del Patto sia la parità di trattamento per tutti gli Stati membri, evidenziando però come ciò non implichi che le soluzioni siano identiche per tutti i casi, ma piuttosto che tale parità di trattamento andrebbe combinata con un'attenta valutazione economica di quelle che sono le situazioni specifiche.

Il Patto, infatti, prevede una certa flessibilità nell'applicazione delle norme, sia con riferimento al tempo che ai diversi paesi, che volutamente è affidata alla Commissione e al Consiglio.

Le istituzioni, nel rispetto di tali norme, dispongono così di un margine sufficiente per poter raccomandare un intervento che tenga conto della solidità delle finanze pubbliche dei singoli paesi.

Tale Comunicazione può essere quindi considerata come il punto di arrivo del Patto di stabilità, il momento in cui la disciplina europea raggiunge il massimo grado di sofisticazione dell'analisi, ma anche il massimo della poca trasparenza e della discrezione.

Nel corso degli anni si è passati da un sistema con poche semplici regole a meccanismi sempre più tortuosi e discrezionali, con il risultato di aver reso la disciplina di bilancio un qualcosa di eccessivamente complesso.

### **L'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Psc e le richieste di revisione**

Negli ultimi anni, ancor prima che la pandemia colpisse così violentemente le finanze pubbliche europee, l'efficacia di bilancio era già stata messa in discussione. Complicazioni e ambiguità,

politiche di bilancio procicliche e calo degli investimenti pubblici sono state l'aspetto più evidente delle carenze normative contenute all'interno del Patto.

Tuttavia, con il disavanzo aggregato dell'area euro che è passato rapidamente da appena lo 0,6% rispetto al Pil nel 2019 a circa l'8,5% nel 2020 e il rapporto debito/Pil ai massimi storici, sembrerebbe che questo sia il momento adatto per ridiscuterne il contenuto.

Le carenze di lunga durata, infatti, sembrano oggi ancora più palesi: *“indicatori di politica economica a breve termine non osservabili, come il saldo strutturale, sono circondati da un'incertezza sempre più grande; la responsabilità di sostenere gli investimenti che è stata temporaneamente assunta dal Next Generation EU, ma che richiederà un seguito nazionale; la stabilizzazione fiscale che andrebbe rivalutata per sostenere la domanda aggregata in un contesto di bassi tassi d'interesse”*<sup>130</sup>.

Nonostante tali propositi, l'eccezionalità e la drammaticità degli eventi che hanno scosso l'Italia, l'Europa e il mondo intero, hanno rimandato inevitabilmente qualsiasi progetto di riforma a breve termine.

Il 20 marzo 2020, infatti, poche settimane dopo lo scoppio della pandemia da Covid-19, le istituzioni europee hanno stabilito l'attivazione della clausola di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita per consentire disavanzi di bilancio straordinari e permettere agli Stati membri di affrontare la crisi economica con gli strumenti più adatti.

Il blocco normativo delle attività in numerosi settori dell'industria e dei servizi, le limitazioni agli spostamenti personali e più in generale la crisi sanitaria, sono elementi che combinati tra loro hanno dato rapidamente luogo a quella che il Centro Studi Confindustria ha chiamato *“Tempesta perfetta”*, intesa come un doppio shock di domanda e offerta che ha portato ad una rapida contrazione del Pil mondiale, come non accadeva dal 1930<sup>131</sup>.

Un impatto talmente devastante da costringere le autorità nazionali a rispondere con vigore, introducendo misure per rallentarne la diffusione, proteggere la capacità produttiva e sostenere allo stesso tempo la domanda aggregata.

Come affermato da Olivier Blanchard, a causa del calo del livello di produzione, che ha portato ad un calo dei ricavi, e a causa della maggiore incertezza, questo shock ha avuto un effetto importante sulla domanda, non solo per ciò che concerne i settori direttamente interessati ma anche quelli non interessati.

In un simile contesto, la politica macroeconomica è stata investita di un duplice compito, quello di proteggere le imprese dal fallimento, aiutandole a tutelare i lavoratori che altrimenti sarebbero

---

<sup>130</sup> N. Thygesen, R. Beetsma, M. Bordignon et al., Reforming the EU fiscal framework: Now is the time, <https://voxeu.org/>, 2020

<sup>131</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery, June 2020, 2020

divenuti ben presto disoccupati e quello di limitare le conseguenze del crollo della domanda dovuto alle severe misure di contenimento del virus.

Nonostante sia rinviata al prossimo capitolo l'analisi puntuale delle diverse misure fiscali e monetarie adottate per contrastare la crisi, risulta facile affermare come la ripresa post pandemica sarà molto lenta e disomogenea, con gli Stati europei che riusciranno a recuperare completamente il prodotto perso solo a partire da questi primi mesi del 2022.

I bassi tassi di interesse continueranno a fornire agli SM supporto per ulteriore spazio fiscale, mitigando o addirittura eliminando le conseguenze dei disavanzi, sia sul rapporto debito/Pil sia sui costi di welfare dell'aumento del debito pubblico<sup>132</sup>.

Date queste nuove prospettive in materia di politica fiscale, servirebbe un cambiamento concettuale in Europa che porti alla revisione dell'attuale quadro di bilancio ritenuto eccessivamente prociclico. Per un'Europa più forte sarebbe perciò necessario dotarsi di strumenti più adeguati ad affrontare le fluttuazioni cicliche dell'economia.

Sembrerebbe così fondamentale discutere la revisione del Patto di stabilità e crescita per tentare di raggiungere un miglior equilibrio tra i suoi due obiettivi, il controllo dei bilanci pubblici degli SM e il ruolo di stabilizzazione della politica fiscale, entrambi di importanza fondamentale in un'unione monetaria.

Dovrebbe essere infatti chiaro ormai che un rapido ritorno alle politiche precedenti al Covid-19 avrebbe un impatto devastante a livello economico sugli Stati europei, in particolare su quelli meridionali, che presentano dei livelli di indebitamento tutt'altro che trascurabili.

Se i governi fossero obbligati a consolidare i propri bilanci, così come è stato fatto negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008-2010, l'esito più probabile sarebbe una depressione di lungo corso, oltre al riemergere dei movimenti più estremisti e delle loro richieste di uscita dall'Unione europea.

L'austerità non sembrerebbe essere la giusta ricetta per lo stesso motivo per cui non lo è stata nello scorso decennio: aggrava la crisi economica poiché il calo sostanziale del reddito aumenta sia i deficit pubblici che il rapporto debito/Pil.

Tuttavia, vista la visibile incapacità da parte della politica monetaria, dopo 10 anni a capo delle politiche di stabilizzazione a livello macroeconomico, di collocare stabilmente l'inflazione all'obiettivo del 2%, la politica fiscale sembrerebbe esser riemersa nuovamente come necessario strumento di politica attiva.

---

<sup>132</sup> O. Blanchard, Public debt and low interest rates, NBER (National Bureau of Economic Research), Working paper 25621, 2019



Infatti, già nel 2012 DeLong e Summers, considerando le ipotesi di effetti di isteresi e moltiplicatori fiscali superiori a uno in un contesto di trappola di liquidità, tentano di dimostrare come lo stimolo fiscale possa portare a una riduzione del rapporto debito/Pil piuttosto che ad un aumento.<sup>133</sup>

Sembrerebbe così desiderabile permettere ai paesi europei di mettere in campo deficit maggiori, tentando di promuovere politiche strutturali in grado di favorire gli investimenti e ridurre il risparmio. Infatti, caratteristica principale della fase di stagnazione secolare in cui si trova l'economia europea, caratterizzata da bassa crescita, bassa inflazione e bassi tassi d'interesse, sembrerebbe essere proprio lo squilibrio tra l'elevata propensione al risparmio e le minori prospettive di investimento<sup>134</sup>.

A queste condizioni, nei prossimi anni dovrebbe essere richiesto ai paesi avanzati di mettere in atto disavanzi più elevati, mantenere i tassi d'interesse ad un livello prossimo allo zero e promuovere politiche strutturali in grado di favorire gli investimenti e disincentivare il risparmio.

Questo perché, se il settore privato vuole risparmiare più di quanto è disposto a spendere in investimenti, si sviluppa un surplus di conto corrente, i tassi di interesse si abbassano e i prezzi delle attività salgono. L'alternativa sarebbe perciò quella che il governo vada in deficit compensando così il risparmio privato in eccesso.

La pandemia ha provocato infatti dei costi reali assai dolorosi, soprattutto in termini di perdita di produzione e di occupazione. Tuttavia, quantomeno i costi finanziari – entrate in meno per famiglie, imprese e settore pubblico – possono essere neutralizzate grazie all'aumento della spesa pubblica.

In questa fase, piuttosto di puntare a bassi rapporti di debito pubblico, i governi dovrebbero spendere tutto il necessario per mantenere la domanda a un livello coerente con la piena occupazione. Infatti, per lo meno fin quando la Banca centrale europea coopererà con i governi nazionali, deficit pubblici più elevati non avranno alcun effetto negativo, né nel breve né nel lungo periodo<sup>135</sup>.

L'unico modo per stabilizzare le finanze pubbliche sarebbe così quello di abbandonare il giudizio pro-austerità contenuto nell'attuale versione del Patto e nel suo “arsenale” di stime, permettendo bilanci espansivi in grado di stimolare la crescita e di garantire allo stesso tempo la sostenibilità del debito pubblico.

Per far ciò è necessario che le politiche vengano detecnizzate e democraticizzate<sup>136</sup>. Infatti, tanto le politiche fiscali espansive quanto quelle restrittive hanno effetti distributivi e possono quindi trasformare profondamente l'economia e la società. Da qui il bisogno di colmare il deficit

---

<sup>133</sup> J.B. DeLong e L.H. Summers, *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, Brookings Papers on Economic Activity, 2012

<sup>134</sup> V. Constâncio, *The Return of Fiscal Policy and the Euro Area Fiscal Rule*, Comparative Economic Studies 62, 2020

<sup>135</sup> D. Ehnts e M. Paetz, *COVID-19 and its economic consequences for the Euro Area*, Eurasian Economic Review, 2021

<sup>136</sup> A. Di Majo, *Democrazia di Bilancio e Governo delle Finanze pubbliche nella storia del Budgeting pubblico*, Società Italiana di Economia Pubblica, Working paper 752, 2020

democratico di cui è stata spesso accusata l'Unione che non permette di superare l'impostazione fortemente austera delle proprie politiche<sup>137</sup>.

Un primo passo potrebbe essere quello di garantire “*condizioni minime di sovranità*”, cosicché i paesi siano in grado di rappresentare i propri elettori ai tavoli dell'Ue e il dibattito politico all'interno dei singoli paesi avvenga senza alcun vincolo.

Successivamente, si potrebbe pensare ad un nuovo momento costituzionale per l'Europa per tentare di portare a termine una riforma radicale della governance economica.

Il processo avrebbe il compito di liberare il quadro della politica fiscale dall'eccessivo tecnicismo, ricollegandolo alla sua naturale funzione sociale e politica. Obiettivi e parametri di riferimento poco chiari andrebbero perciò abbandonati e i poteri delle autorità fiscali indipendenti ridefiniti.

Un elemento che farebbe ben sperare è il fatto che, anche prima dell'attuale intenso uso della spesa pubblica per far fronte alle ricadute sociali ed economiche della pandemia, la politica fiscale aveva iniziato a subire una sorta di rinascita come strumento di stabilizzazione macroeconomica dopo anni in cui era stata confinata al ruolo passivo di garante della sostenibilità del debito pubblico.

A tal proposito, di fronte alle critiche relative alla formulazione delle norme contenute nel Patto e al cambiamento di paradigma riguardo l'efficacia della politica fiscale, la Commissione, ancor prima che la crisi economica rendesse manifesta l'esigenza di riformare la governance economica europea, aveva investito il comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche<sup>138</sup> del compito di redigere una relazione annuale che valutasse l'orientamento di bilancio della zona euro e formulasse proposte per far progredire il quadro di bilancio dell'Unione.

Il report<sup>139</sup> pubblicato il 20 ottobre 2020 afferma come la pandemia da Covid-19 abbia pienamente giustificato l'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto, lasciando agli Stati la flessibilità per rispondere prontamente al crollo dell'attività. Tuttavia, la crisi successiva al virus ha reso manifesta la necessità di un bilancio centrale permanente, la mancanza di incentivi per aumentare la spesa pubblica destinata alla crescita e l'esigenza di un Patto di stabilità e crescita riformato e più snello, che presenti regole di riduzione del debito personalizzate per ciascun paese.

Mentre per i primi due problemi si è cercata una soluzione, per quanto temporanea, con le misure SURE e Next Generation EU, la necessità di riformare il Patto è ormai chiara come testimonia il

---

<sup>137</sup> O. Costantini, *The Eurozone as a Trap and a Hostage: Obstacles and Prospects of the Debate on European Fiscal Rules*, Intereconomics: Review of European Economic Policy, Volume 55 – 2020, compare in “After COVID-19: Rethinking Fiscal Rules in Europe, 2020

<sup>138</sup> Meglio conosciuto come “*European Fiscal Board*”, è stato istituito sulla scorta della relazione dei cinque presidenti “Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa”, con l'obiettivo di rafforzare l'attuale quadro di governance economica.

<sup>139</sup> European Fiscal Board, Annual Report 2020, [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb\\_annual\\_report\\_2020\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb_annual_report_2020_en_1.pdf), 2020

dibattito pubblico avviato dalla Commissione nel febbraio 2020 circa l'efficacia della sorveglianza economica.

Dibattito che si è intensificato nei mesi recenti a seguito della decisione da parte della stessa di sospendere l'applicazione del Patto e permettere così agli Stati di deviare dal proprio obiettivo di medio termine.

Diverse sono le proposte di riforma presentate alla Commissione che, ciascuna secondo la propria peculiarità, mettono in luce l'inadeguatezza dell'attuale Patto nel rispondere alle sfide presenti e future dell'unione. Queste, per semplicità, possono essere suddivise tra proposte emerse precedentemente all'emergenza pandemica e proposte successive.

In riferimento alle prime, la maggior parte di esse affermava l'incapacità delle attuali regole nel raggiungere gli obiettivi cui sono preposte a causa della complessità politica e giuridica che ne fa da cornice.

Una di queste ipotesi di modifica, basata su un noto progetto portato avanti da un gruppo di 14 economisti franco-tedeschi, è quella predisposta dal think tank Belga Bruegel per il Consiglio francese per l'analisi economica.

Sostiene come le regole di bilancio dell'Ue non rispondono a uno scenario di recessione prolungata, poiché nella migliore delle ipotesi posticipano o al più rallentano l'inasprimento fiscale anche quando risulterebbe inappropriato, come in caso di un persistente rallentamento economico.

La proposta presentata si basa su una regola di spesa che mira a ridurre il rapporto debito/Pil nel medio periodo nel modo seguente: ogni anno il governo propone un programma a medio termine (es. 5 anni) di riduzione del rapporto debito/Pil; le autorità interessate esprimono il proprio parere circa la fattibilità del progetto, con la Commissione che sarebbe chiamata a presentare presso il Consiglio le proprie valutazioni riguardo l'obiettivo di riduzione del debito di ciascun paese, con quest'ultimo che potrebbe esprimere il proprio parere contrario a maggioranza qualificata inversa; a questo punto le autorità di bilancio di ciascuno Stato sarebbero chiamate a predisporre una proiezione del Pil nominale a medio termine basata sulla crescita potenziale del prodotto, sull'inflazione attesa e sul possibile andamento congiunturale dell'economia negli anni seguenti; considerati gli obiettivi di riduzione, a questo punto le autorità sarebbero in grado di costruire percorsi di spesa pubblica nominale coerenti con essi, i quali sarebbero utilizzati poi per fissare un tetto di spesa per l'anno successivo; le deviazioni tra la spesa programmata e quella effettiva sarebbero contabilizzate all'interno di un "conto di rettifica" e verrebbe mantenuta una clausola di salvaguardia per permettere di affrontare eventi estremi ed inaspettati<sup>140</sup>.

---

<sup>140</sup> Z. Darvas, P. Martin e X. Ragot, European fiscal rules require a major overhaul, Bruegel and Corvinus University of Budapest, Policy Contribution, Issue n°18, 2018

Un'altra proposta è quella contenuta in un documento di lavoro della BCE sulle regole di bilancio nei primi 20 anni dell'unione monetaria pubblicato ad agosto 2019.

Tale documento sostiene come il Patto di stabilità e crescita non sia stato in grado negli anni precedenti di produrre effetti positivi sulla posizione di bilancio aggregata della zona euro, sottolineando inoltre come esso non sia in grado di fornire uno stimolo sufficiente all'economia durante le fasi di rallentamento.

In questo caso, più che una riforma, il documento propone diversi principi cui attenersi in vista di un'eventuale riforma. Tra questi quello di migliorare la coerenza interna del quadro di bilancio, semplificandone le regole e riducendone la dipendenza da concetti difficilmente osservabili come il saldo strutturale o l'output gap, ma anche suggerimenti per incentivare un'azione più efficace da parte delle istituzioni, come quello di passare da un sistema sanzionatorio ad uno che incentivi i comportamenti virtuosi permettendo l'accesso alle varie strutture di assistenza finanziaria fornite dall'Ue solo a quei paesi che rispettino determinati standard<sup>141</sup>.

Ulteriore proposta è quella fornita nel 2019 da Roel Beetsma e Martin Lasch, membri dell'European Fiscal Board, i quali affermano l'esigenza di creare una capacità fiscale centrale come compromesso tra chi vorrebbe maggiore condivisione del rischio fiscale e chi vorrebbe ridurlo.

I due economisti sostengono che una capacità fiscale centrale sia necessaria affinché le proposte di riforma e rafforzamento delle regole fiscali vengano accettate da coloro che chiedono una maggior condivisione dei costi delle congiunture economiche sfavorevoli, oltre a poter condurre addirittura ad un rafforzamento della disciplina di bilancio qualora l'accesso ad essa fosse subordinato al rispetto di regole comuni di bilancio<sup>142</sup>.

La quarta proposta è quella formulata da O.Blanchard, ex capo economista del FMI, il quale in un articolo<sup>143</sup> pubblicato nel 2019 suggeriva all'Ue di allontanarsi dalla micro gestione delle politiche fiscali degli Stati membri con regole sempre più complesse motivate dall'argomentazione che i governi altrimenti tenderebbero a comportarsi male.

La Commissione, piuttosto, dovrebbe valutare la sostenibilità dei bilanci degli Stati membri, lasciando che i mercati obbligazionari forniscano la corretta disciplina.

Suggerisce inoltre come sia sbagliato lasciare che la politica fiscale dell'Europa sia il prodotto di tante politiche indipendenti, quando sarebbe preferibile che gli Stati membri si impegnino insieme per una

---

<sup>141</sup>C. Kamps, N. Leiner-Killingner, Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2019

<sup>142</sup> R. Beetsma e M. Larch, EU Fiscal Rules: Further Reform or Better Implementation?, ifo DICE Report, Volume 17, 2019

<sup>143</sup> O. Blanchard, Europe Must Fix Its Fiscal Rules, Project Syndicate, <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-must-relax-budget-deficit-rules-by-olivier-blanchard-2019-06?barrier=accesspaylog>, 2019

maggiore espansione fiscale o che addirittura dispongano di una capacità di bilancio centrale finanziata da obbligazioni comuni emesse dalla BCE.

Quanto alle proposte di riforma del Psc emerse successivamente rispetto al virus, due sembrerebbero essere i principali profili di innovazione: una maggior attenzione per gli investimenti (in particolar modo a quelli inerenti alla sostenibilità ambientale) e il rafforzamento della critica all'eccessiva rigidità dell'attuale sistema di regole.

Con riferimento alla prima strada intrapresa, interessanti sono le modifiche al Patto proposte dall'European Fiscal Board nel già citato report<sup>144</sup> del 2020. In questo documento viene espressa la necessità di passare da un sistema basato sul debito ad uno che ponga maggior attenzione alla spesa pubblica, in particolare per quanto concerne la qualità della stessa. La proposta presentata fa riferimento ad un *expenditure rule* tesa a limitare la spesa corrente e a promuovere gli investimenti grazie al loro scomputo dal bilancio (golden rule).

La seconda via è quella che fa riferimento all'evoluzione del lavoro di cui si è già discusso presentato da O.Blanchard. Questo è stato portato avanti dall'economista francese in collaborazione con Alvaro Leandro e Jeromin Zettelmeyer, con i quali arriva a proporre una transizione dalle attuali regole ritenute *inapplicabili* a standard fiscali *plausibilmente applicabili*.

Il meccanismo sarebbe completato dall'adozione di una regola volta a proteggere gli investimenti pubblici durante le fasi di recessione e dalla creazione di una capacità fiscale centrale per sostenere la domanda aggregata nei casi in cui la politica monetaria risultasse vincolata e non riuscisse a stimolare l'economia.

L'economista francese trova che questo sia il momento più adatto per imprimere una svolta alla disciplina di bilancio europea, perché il forte rallentamento dell'economia vissuto negli ultimi mesi, in un contesto di bassi tassi d'interesse, ha modificato il trade-off tra i costi di un elevato debito pubblico e una domanda aggregata depressa<sup>145</sup>

Una proposta del tutto innovativa è invece quella presentata nel gennaio 2022 da parte di F.

Giavazzi e al.<sup>146</sup> Questa è basata su due elementi, “una revisione delle regole fiscali e un piano per creare una Agenzia europea del debito, che assorba il debito accumulato nel corso della pandemia”<sup>147</sup>. Per quanto riguarda la revisione delle regole fiscali, la proposta avanzata mira ad introdurre un obiettivo di medio termine per il debito pubblico introducendo un tetto al tasso di crescita della spesa primaria.

---

<sup>144</sup> European Fiscal Board, Annual Report 2020,

[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb\\_annual\\_report\\_2020\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb_annual_report_2020_en_1.pdf), 2020

<sup>145</sup> O. Blanchard et al., Revisiting the EU fiscal framework in an era of low interest rates, Peterson Institute for International Economics, 2020

<sup>146</sup> [https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform\\_SGP.pdf](https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform_SGP.pdf)

<sup>147</sup> <https://www.lavoce.info/archives/92539/riformare-il-sistema-fiscale-europeo-le-regole%e2%80%a8/>

Sebbene però già siano state presentate proposte di riforma che si muovono in questa direzione, l'innovazione sta nell'introduzione di una componente a due velocità, ovvero la distinzione tra la parte slow-adjusting del debito e quella fast-adjusting.

La prima rappresenta quella parte di debito accumulata in risposta alla crisi e per finanziare la spesa per il futuro, la seconda può essere pensata invece come una componente residua.

La riduzione del debito, nella proposta degli economisti italiani, dovrebbe avvenire tenendo conto della sua composizione, ammettendo un percorso di riduzione distinto per i due sottogruppi.

Tutto questo sarebbe completato dall'introduzione di una golden rule in grado di favorire la spesa per il futuro escludendo alcune categorie dai flussi sottoposti al tetto di spesa e facendo rientrare il debito prodotto nella categoria di debito ad aggiustamento lento.

Diverse sono state quindi le alternative presentate, alcune hanno tratti in comune, ma tutte condividono l'esigenza di una riforma che sia portata a termine in tempi certi in modo tale da anticipare la disattivazione della clausola prevista per il 2023.

Ripristinare le regole attuali, senza apportare alcun cambiamento al modello europeo di governance, sarebbe l'ennesima occasione per l'Europa, probabilmente però una delle ultime.

## CAPITOLO 3: COVID-19: LA TEMPESTA PERFETTA

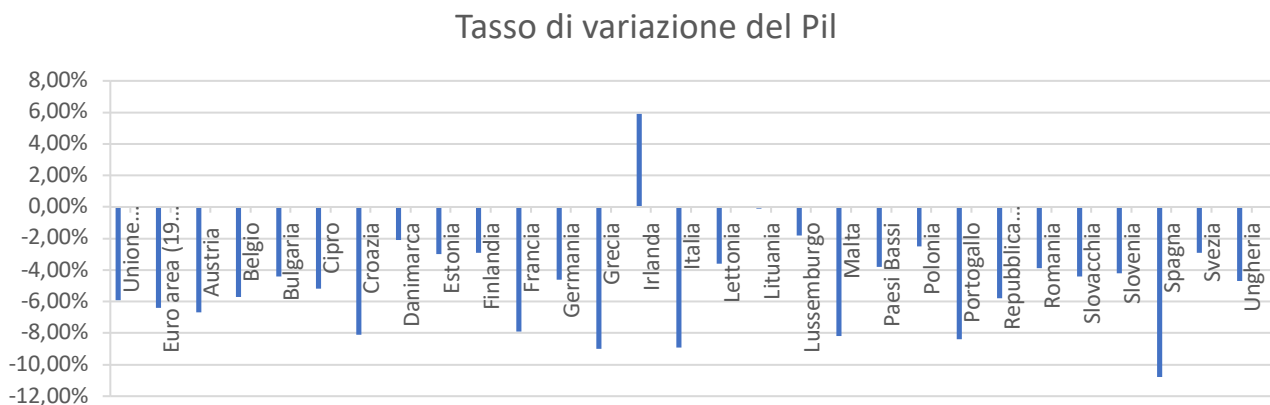
### La risposta monetaria e fiscale dei paesi europei

Nel corso del 2020 la pandemia da Covid-19 ha determinato una brusca caduta dell'attività economica in Europa, con il Pil aggregato della zona euro e dell'unione europea diminuiti rispettivamente del 6,4% e del 5,9%<sup>148</sup>. L'impatto, tuttavia, non è stato simmetrico tra gli Stati membri, in quanto fortemente dipendente dalle dinamiche del virus e dalle misure adottate al fine di contenerlo in ciascuno di essi, oltre che dalla grandezza relativa dei settori economici maggiormente colpiti e dalle differenze in merito allo spazio fiscale disponibile.

I dati riflettono l'estrema variabilità delle performance tra i 27 paesi che attualmente costituiscono l'Unione Europea, infatti, in alcuni di essi (Croazia, Francia, Grecia, Italia, Malta, Portogallo, Spagna) la perdita di prodotto è stata considerevolmente al di sopra del valore medio registrato a livello di Unione. Gli Stati del nord Europa nel complesso sembrerebbero esser stati meno colpiti rispetto a quelli del Sud, con la miglior performance che viene registrata in Irlanda, unico paese con crescita positiva, dove anche "nell'annus horribilis" della pandemia il prodotto aumenta del 5,9%. Vista la natura della crisi, il crollo della domanda domestica a seguito dell'introduzione delle misure di distanziamento sociale e dei diversi lockdown risulta essere il fattore che principalmente ha determinato la contrazione del Pil.

Ciò che incide maggiormente è la diminuzione dei consumi privati a seguito delle restrizioni imposte, nonché il calo degli investimenti dovuto al clima di incertezza che caratterizza questa fase.

**Figura 11:** Tasso di crescita del Pil, anno 2020



**Fonte:** Eurostat

<sup>148</sup> European Commission, *Winter economic forecast 2022*

Il supporto fiscale complessivo fornito nel corso del 2020, tra politiche discrezionali e l'azione degli stabilizzatori automatici, è stato pari a circa l'8% del PIL sia nell'UE (7,8%) che nell'euro area (7,7%). In particolare, le misure che hanno un impatto diretto sul bilancio hanno pesato per il 3,8% e il 3,7% rispettivamente nell'Ue e nell'euro area, mentre l'impatto degli stabilizzatori si stima abbia inciso per una cifra pari al 4% del PIL.

**Tabella 3: Il supporto fiscale europeo**

2020*	EU-27		Euro Area	
	Mld di euro	% del Pil	Mld di euro	% del Pil
<b>A. Misure con un impatto diretto sul bilancio</b>	497,8	3,8	422,3	3,7
<b>1. Spese</b>	438,5	3,3	368,8	3,3
1. A) Spese sanitarie	80,8	0,6	74,0	0,7
1. B) Altre spese	363,0	2,7	295,7	2,6
<b>2. Entrate</b>	59,3	0,4	53,5	0,5
<b>B. Stabilizzatori automatici</b>		±4		±4

*Fonte: Commissione Europea, Winter forecast 2021*

La risposta europea rappresenta un qualcosa di eccezionale in quanto a forza e rapidità, con il connubio di misure fiscali e monetarie che, secondo le stime, avrebbero evitato nel 2020 un'ulteriore contrazione del Pil europeo pari a 4,5 punti percentuali<sup>149</sup>.

Le prime hanno riguardato i vari sussidi ai lavoratori e alle imprese, i differimenti delle scadenze fiscali, ma anche i diversi miliardi messi a garanzia dei prestiti concessi alle imprese in difficoltà.

Per prima cosa, contestualmente all'attivazione della clausola di salvaguardia, la Commissione ha adottato un "Quadro Temporaneo"<sup>150</sup> per garantire agli Stati membri il ricorso alla flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di stato al fine di sostenere il drammatico rallentamento dell'economia vissuto durante l'epidemia di Covid-19.

Questo permette loro di fornire alle imprese più in difficoltà la liquidità necessaria per preservare la continuità dell'attività economica e si basa sulle disposizioni contenute nell'articolo 107 del TFUE,

<sup>149</sup> P. Pfeiffer et al., The COVID-19 pandemic in the EU: Macroeconomic transmission and economic policy response, ECOFIN Discussion Paper 127, 2020

<sup>150</sup> Comunicazione della Commissione, Quadro temporaneo per le misure di aiuti di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19, (2020/C 91 I/01), 2020



con riferimento al paragrafo 3, lettera (b), dove viene affermato che possono considerarsi compatibili con il mercato interno “*gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro*”<sup>151</sup>, e al paragrafo 2, lettera (b), in cui vengono permessi “*gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali*”<sup>152</sup>.

Successivamente, attraverso due ulteriori atti legislativi di Parlamento e Consiglio<sup>153</sup>, si è voluto modificare l’ambito di applicazione del Fondo di solidarietà dell’Ue per potervi includere anche le emergenze sanitarie.

Nel corso della riunione dell’8 maggio 2020 l’Eurogruppo ha quindi stabilito una linea di credito agevolata all’interno del Mes attraverso cui erogare credito agli Stati membri (fino al 2% del Pil) a tassi agevolati e senza condizionalità. L’unico limite imposto è che le risorse siano investite per sostenere “*i costi diretti e indiretti sanitari, di cura e prevenzione dovuti alla crisi della Covid-19*”<sup>154</sup>. Tuttavia, due sembrano essere i provvedimenti che meritano maggior attenzione per la loro portata innovativa, la creazione di un fondo per la ripresa post pandemica denominato Next Generation EU e lo strumento SURE. Il primo rappresenta la principale misura di politica fiscale adottata dall’UE, uno stimolo da oltre 800 miliardi di euro per “*rilanciare l’economia e assicurare la solidarietà dell’Unione agli Stati membri più colpiti*”<sup>155</sup>, che si aggiungono ai 1211 miliardi già previsti all’interno del quadro finanziario pluriennale per gli anni 2021-2027, per una cifra complessiva pari a 2.018 miliardi di euro (1.800 miliardi di euro ai prezzi del 2018)<sup>156</sup>

Il dispositivo per la ripresa e la resilienza, fulcro del Next Generation EU, mette a disposizione 723,8 miliardi di euro (su 806,9 miliardi di euro) ripartiti tra prestiti e sovvenzioni per finanziare le riforme e gli investimenti dei Piani nazionali di riforma e resilienza.

Il restante dieci per cento dei fondi stanziati è destinato al sostegno di altri programmi europei, con la tabella 3 che ne specifica l’esatto ammontare e l’obiettivo che ciascun programma tenta di raggiungere.

---

<sup>151</sup> Trattato sul funzionamento dell’Unione europea, Art. 107, paragrafo 2, lettera (b), <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:it:PDF>, 2012

<sup>152</sup> *ivi*

<sup>153</sup> Regolamento (UE) 2020/460 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30/03/2020, che modifica i regolamenti (UE) n. 1301/2013, (UE) n. 1303/2013 e (UE) n. 508/2014 per quanto riguarda misure specifiche volte a mobilitare gli investimenti nei sistemi sanitari degli Stati membri e in altri settori delle loro economie in risposta all’epidemia di COVID-19, 2020

Regolamento (UE) 2020/461 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30/03/2020, recante modifica del regolamento (CE) n. 2012/2002 del Consiglio al fine di fornire assistenza finanziaria agli Stati membri e ai paesi che stanno negoziando la loro adesione all’Unione colpiti da una grave emergenza di sanità pubblica, 2020

<sup>154</sup> Eurogruppo, Eurogroup Statement on the Pandemic Crisis Support, Comunicato stampa dell’8 maggio 2020, 2020

<sup>155</sup> Eurogruppo, Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic, Comunicato stampa del 9 aprile 2020, 2020

<sup>156</sup> European Commission, FACTS AND FIGURES, The EU’s 2021-2027 long-term Budget and NextGenerationEU, 2021

**Tabella 4: Programmi europei per contrastare la pandemia**

<b>Programma</b>	<b>Obiettivo</b>	<b>Ammontare</b>	<b>Criterio di assegnazione</b>	<b>Gestione</b>
Recovery and Resilience Facility	Investimenti per la ripresa in linea con gli obiettivi del semestre europeo, transizione verde e digitale	703,8 miliardi (338 a fondo perduto 385,8 in prestiti)	PIL pro capite, tasso di disoccupazione e popolazione	Stato membro
Rect-EU	Sostegno ai lavoratori e PMI, ai sistemi sanitari, alla transizione verde e digitale	50,6 miliardi	Impatto del Covid-19 e benessere del paese	
Just Transition Fund	Accelerazione della transizione verso la neutralità climatica	10,9 miliardi	Impatto della transizione green	
European Agricultural Fund for Rural Development	Supporto alle aree rurali per cambiamenti strutturali in linea con il green deal	8,1 miliardi	Programmazione precedente	
Invest-EU	Mobilizzazione di investimenti private in infrastrutture sostenibili, ricerca, innovazione e digitalizzazione	6,1 miliardi	L'assegnazione non dipenderà da alcuna quota, ma dal merito della domanda dello Stato membro	Commissione Europea
RescEU	Miglioramento della capacità delle protezioni civili nazionali di reagire a situazioni di crisi	2,0 miliardi	L'assegnazione non dipenderà da alcuna quota, ma dal merito del richiedente (non necessariamente lo Stato membro) e le risorse verranno utilizzate dal beneficiario via appalti diretti	
Horizon Europe	Sostegno dei processi di R&D in materia di salute e clima	5,4 miliardi		

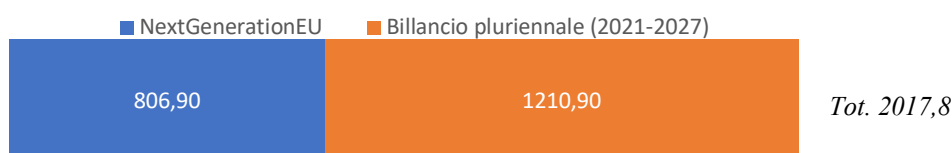
**Fonte:** Commissione Europea

SURE è invece lo strumento proposto dalla Commissione e adottato dal Consiglio del 19 maggio 2020 per alleviare l’impatto negativo dell’interruzione della produzione imposta dalle misure di contenimento sull’occupazione.

Esso “*funge da seconda linea di difesa per finanziare i regimi di riduzione dell’orario lavorativo e misure analoghe, aiutando gli Stati membri a proteggere i posti di lavoro e, così facendo a tutelare i lavoratori dipendenti e i lavoratori autonomi dal rischio di disoccupazione e perdita di reddito*”<sup>157</sup>.

La dotazione complessiva è pari a 100 miliardi di euro da distribuire sotto forma di prestiti dall’UE agli Stati colpiti, con il Consiglio che fin qui ha approvato misure per un importo pari a 94,3 miliardi da ripartire tra 19 Stati richiedenti.

**Figura 12:** Next Generation EU e bilancio pluriennale EU



\* Valori espressi in miliardi di euro

Tale strumento, non sufficientemente “pubblicizzato” da istituzioni europee e governi nazionali, è stato in realtà un vero e proprio successo. Questo, infatti, non solo rappresenta il primo programma europeo a finanziare le politiche sociali degli Stati membri attraverso l’emissione di obbligazioni (social bonds) da parte della Commissione, ma anche un qualcosa accolto con grande favore da parte degli investitori, al punto che le richieste di sottoscrizione hanno costantemente superato l’offerta di titoli.

Il supporto fornito da SURE è stato poi ampiamente gradito dai Paesi europei. In molti hanno fatto richiesta per poter accedere ai fondi messi a disposizione, in alcuni casi utilizzandoli per finanziare schemi di sostegno alla disoccupazione di breve periodo già esistenti a livello nazionale, in altri, invece, per sostenere la disoccupazione in quei Paesi che precedentemente ne erano sprovvisti.

In un certo senso SURE sembrerebbe aver agito per i paesi privi di un simile strumento di welfare come un catalizzatore per l’introduzione di schemi di supporto simili.

Per ultimi hanno gradito moltissimo i cittadini. In un report<sup>158</sup> pubblicato dall’Eurobarometro a dicembre 2021 emerge un ampio gradimento da parte dei cittadini europei circa i finanziamenti

<sup>157</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_it)

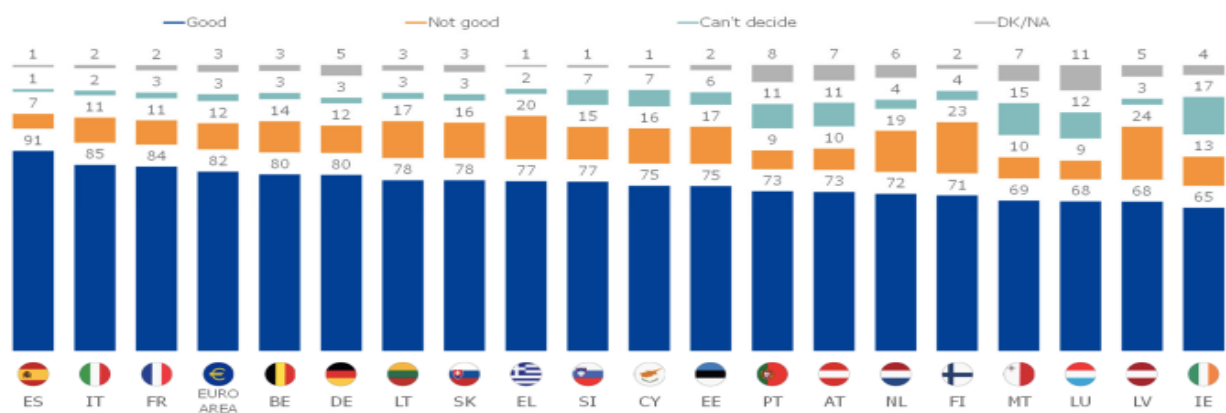
<sup>158</sup> <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2289>

erogati dall'UE per sostenere l'occupazione e i redditi, con l'82% degli intervistati che si dice favorevole, il 12% contrario, il 3% che non sa decidere e il 3% che non lo sa.

Questo a dimostrazione del fatto che il cittadino europeo è fortemente interessato al welfare state, a ciò che lo riguarda più da vicino; il supporto che l'Unione fornisce agli Stati e alle istituzioni non li riguarda strettamente e non sono in grado di valutarne gli effetti.

In quest'ottica, se nei prossimi anni l'Unione riuscisse a sviluppare meccanismi propri di welfare, potrebbe senz'altro migliorare la propria credibilità e il suo rapporto con i cittadini

**Figura 13:** Tasso di gradimento dei cittadini europei degli schemi introdotto dall'UE per sostenere la disoccupazione di breve periodo



Fonte: Eurobarometro, Flash Eurobarometer 501, Dicembre 2021

Nel frattempo, la politica monetaria è rimasta fortemente espansiva, con la Bce che, ancora distante dal suo obiettivo di un tasso di inflazione del 2% nonostante quasi un decennio di misure monetarie non convenzionali, ha dato avvio ad un nuovo piano di acquisto dei titoli di Stato da 1850 miliardi di euro totali, disponibili fino a marzo 2022.

Il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) aumenta i prezzi delle obbligazioni e ne abbassa rendimenti cosicché i governi possano prendere in prestito denaro ad un costo relativamente basso, con la BCE che ne garantisce la solvibilità.

L'incognita principale rispetto a tale misura è se verrà riconfermata o meno nel periodo post pandemico: il PEPP con molta probabilità non potrà infatti esser ritirato senza che i rendimenti aumentino e di conseguenza anche i tassi di interesse dei paesi dell'area euro.

Ben presto tutto ciò porterebbe a tassi divergenti tra gli SM, alti dove c'è maggiore rischio di default e bassi nei paesi con livelli minori di debito

Oltre al PEPP, la Banca Centrale ha introdotto nuove operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTROs) per cercare di stimolare il mercato creditizio preservando condizioni di prestito favorevoli per le banche e incoraggiando quest'ultime a immettere denaro nell'economia reale.

Per apprezzare meglio lo sforzo compiuto dalla Bce basti pensare che tra marzo e dicembre 2020 la Bce ha espanso il proprio bilancio di una cifra pari a più del 15% del Pil complessivo dell'Euro zona<sup>159</sup>.

Peraltro, la Bce ha cercato di adattare le proprie politiche ai cambiamenti improvvisi provocati dalla pandemia cercando di ripristinare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria verso l'economia reale.

In tempi normali, infatti, un allentamento delle condizionalità necessarie per poter accedere al credito riesce a stimolare la domanda incoraggiando le aziende a prendere denaro in prestito e investire, con le famiglie che rivedono al rialzo le proprie aspettative salariali future e aumentano i consumi attuali. Tuttavia, quando i tassi d'interesse sono già ad un livello estremamente basso e la domanda privata è carente, come in questi ultimi anni, la trasmissione degli effetti di un miglioramento nelle condizioni di finanziamento alla spesa privata potrebbe essere attenuata.

Come se non bastasse, il clima di grande incertezza che fa da cornice a questi ultimi anni ha determinato un aumento dei risparmi precauzionali ai danni dei consumi e degli investimenti.

“In un contesto simile risulta quindi fondamentale che le autorità monetarie assicurino condizioni finanziarie favorevoli per l'intera economia, sia per il settore privato che per quello pubblico”<sup>160</sup>.

Come già sottolineato nel primo capitolo, per portare avanti il proprio mandato con efficacia la Bce ha bisogno in questa fase dell'aiuto delle autorità fiscali, infatti, gli elementi che caratterizzano oggi l'economia europea fanno sì che la politica fiscale risulti più efficace nel rispondere per almeno due motivi, innanzitutto perché riesce ad essere più mirata fornendo velocemente supporto ai settori che ne hanno maggior bisogno, secondo perché una politica fiscale espansiva può migliorare le prospettive economiche di imprese e famiglie contribuendo alla diminuzione della loro propensione marginale al risparmio.

È quindi necessario che le autorità fiscali continuino nei prossimi anni a fornire il giusto supporto all'economia, con la politica monetaria che, oltre a dover incrementare il supporto al settore bancario per migliorare i meccanismi di trasmissione ed evitare problematiche future, sarà chiamata a mitigare l'effetto spiazzamento dovuto al fatto che politiche fiscali discrezionali mettono sotto pressione i rendimenti dei titoli di stato.

---

<sup>159</sup> N. Thygesen et al., European Fiscal Board, Annual Report 2021, 2021

<sup>160</sup> C. Lagarde, Monetary policy in a pandemic emergency, ECB Forum on Central Banking, 2020

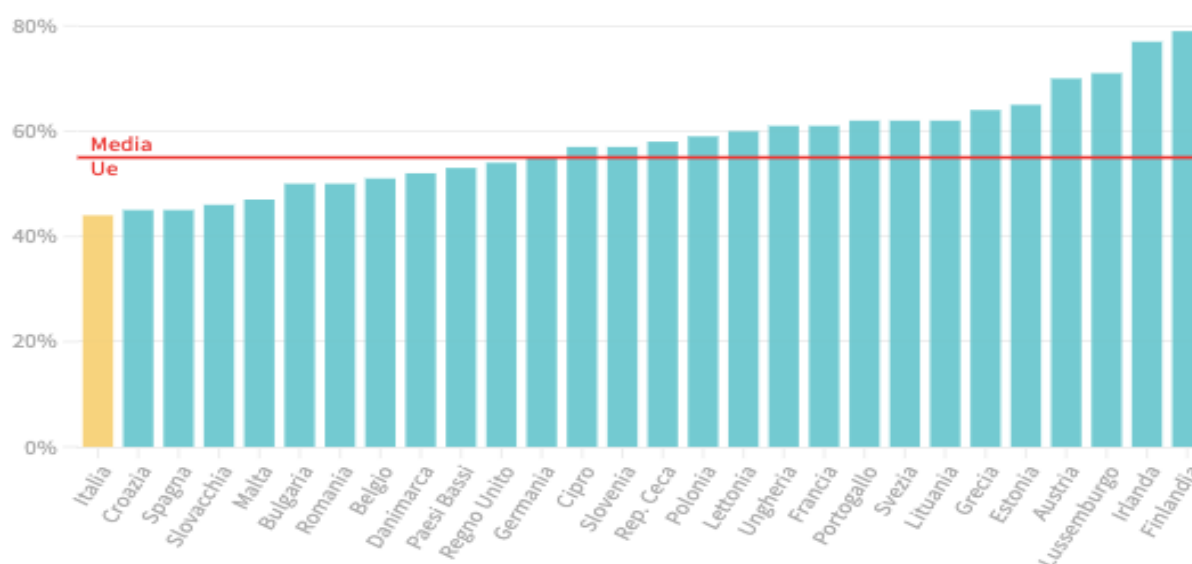
L'Europa sembrerebbe esser così giunta ad un importante giro di boa. L'implementazione del NextGeneration EU fornirà infatti un impulso fiscale senza precedenti, tuttavia, gli effetti sull'economia reale dipenderanno dai piani nazionali di ripresa e resilienza e da come gli Stati riusciranno a spendere i fondi stanziati per i vari progetti.

Nonostante le stime fin qui proposte non tengano conto dell'impatto significativo sulla crescita che avrà il NextGenerationEU, i tantissimi miliardi forniti dalla Commissione provocheranno un aumento del tasso di crescita pari a circa l'1% annuo nel periodo per cui i fondi sono erogati, ipotizzando che vengano tutti utilizzati per incrementare gli investimenti pubblici produttivi<sup>161</sup>.

Gli Stati avranno un'occasione incredibile, potranno infatti investire ingenti somme per rilanciare l'economia europea ed affrontare al meglio le nuove sfide del futuro. La priorità assoluta è data a digitale e transizione ecologica, con gli Stati che nel presentare i propri progetti nazionali di riforma dovranno destinare almeno il 37% della spesa alle questioni climatiche e almeno il 20% per sostenere la transizione digitale.

Tuttavia, rimangono diversi dubbi circa la capacità di gestione da parte degli SM di cifre di questo genere, infatti, analizzando le performance relative all'assorbimento dei fondi europei nel corso del precedente *Quadro pluriennale (2014-2020)*, notiamo come gran parte delle risorse comunitarie non vengano sfruttate. In media i paesi europei riescono a spendere circa il 55% di quanto previsto all'interno del bilancio pluriennale, con l'Italia (44%) fanalino di coda della classifica.

**Figura 14:** Performance relative all'assorbimento dei fondi europei (2014-2020)



**Fonte:** Corte dei conti europea

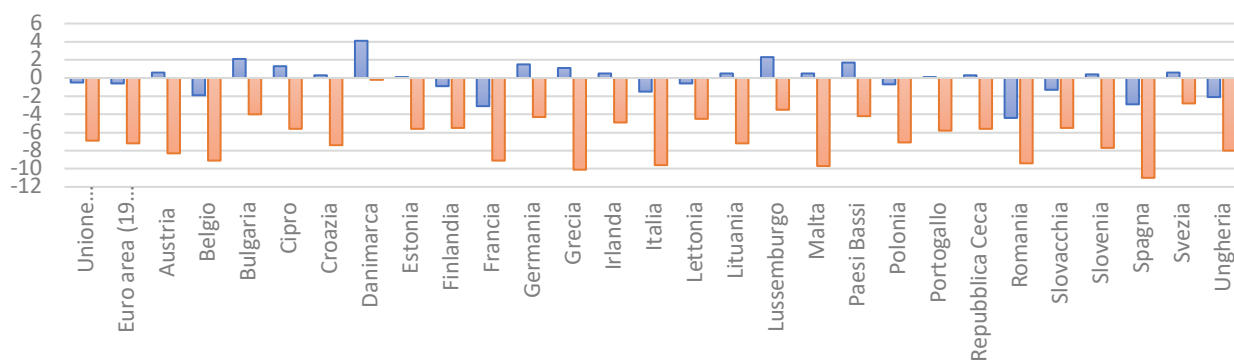
<sup>161</sup> K. Bańkowski et al., The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2021

## Evoluzione degli indicatori di bilancio e problema futuro di sostenibilità

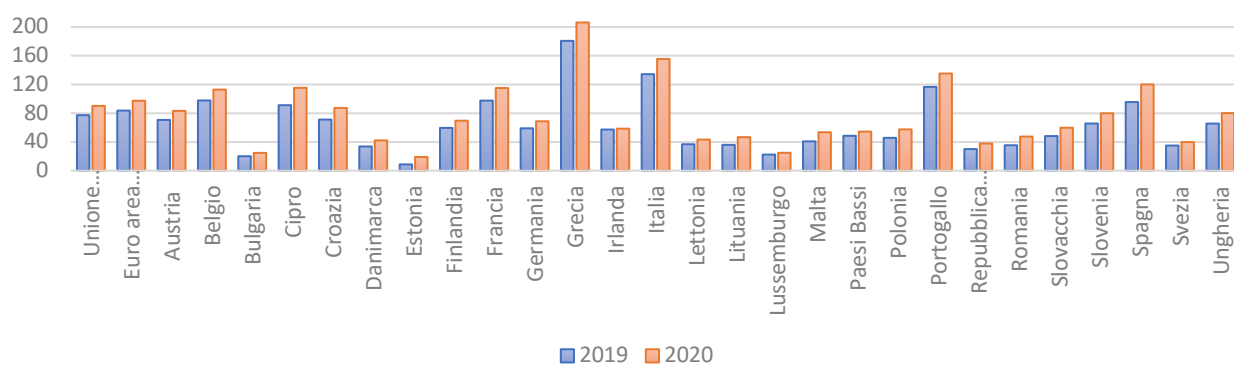
Sebbene nei prossimi anni i governi nazionali potranno continuare a portare avanti politiche fiscali espansive, giovando delle ingenti risorse messe a disposizione nell'ambito del bilancio a lungo termine dell'UE, le misure adottate in questi ultimi due anni in deroga a quanto stabilito nel Patto hanno causato un rapido deterioramento dei bilanci pubblici statali di gran parte degli Stati europei. Il disavanzo aggregato nell'area euro e nell'UE nel 2020 è stato rispettivamente pari al 7,2% e al 6,9% del Pil, decisamente oltre i valori fatti registrare l'anno precedente (2019) quando per entrambe le aree non superava l'1%.

Come nel caso dei tassi di variazione del Pil, anche i deficit nazionali dipendono fortemente dall'impatto del virus in un determinato paese membro, motivo per cui i due indicatori risultano essere fortemente correlati. Laddove le performance di crescita sono state particolarmente negative gli Stati sono stati costretti a rispondere con più vigore, con disavanzi che vanno dall'11% del Pil in Spagna allo 0,2% in Danimarca, unico paese insieme alla Svezia (-2,8%) a non oltrepassare il limite del 3% stabilito nei Trattati nel corso del 2020.

**Figura 15a:** Indebitamento netto o accreditamento netto del settore pubblico



**Figura 15b:** Debito pubblico



Fonte: Eurostat (Valori in % rispetto al Pil)

Tabella 5: La sostenibilità nell'Unione Europea

Valori in % rispetto al Pil	Indebitamento netto o accreditamento netto					Debito pubblico				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
<b>EU-27</b>	-0,5	-6,9	-6,6	-3,6	-2,3	<b>77,2</b>	<b>90,1</b>	<b>92,1</b>	<b>90,0</b>	<b>89,1</b>
<b>Euro area (EA-19)</b>	-0,6	-7,2	-7,1	-3,9	-2,4	<b>83,6</b>	<b>97,3</b>	<b>100,0</b>	<b>97,9</b>	<b>97,0</b>
<b>Austria</b>	+0,6	-8,3	-5,9	-2,3	-1,3	<b>70,6</b>	<b>83,2</b>	<b>82,9</b>	<b>79,4</b>	<b>77,6</b>
<b>Belgio</b>	-1,9	-9,1	-7,8	-5,1	-4,9	<b>97,7</b>	<b>112,8</b>	<b>112,7</b>	<b>113,1</b>	<b>114,6</b>
<b>Bulgaria</b>	+2,1	-4,0	-3,6	-2,8	-2,1	20,0	24,7	26,7	26,7	26,8
<b>Cipro</b>	+1,3	-5,7	-4,9	-1,4	-0,9	<b>91,1</b>	<b>115,3</b>	<b>104,1</b>	<b>97,6</b>	<b>93,4</b>
<b>Croazia</b>	+0,3	-7,4	-4,1	-2,9	-2,1	<b>71,1</b>	<b>87,3</b>	<b>82,3</b>	<b>79,2</b>	<b>77,9</b>
<b>Danimarca</b>	+4,1	-0,2	-0,9	1,3	1,4	33,6	42,1	41,0	38,8	38,0
<b>Estonia</b>	+0,1	-5,6	-3,1	-2,5	-2,2	8,6	19,0	18,4	20,4	21,4
<b>Finlandia</b>	-0,9	-5,5	-3,8	-2,4	-1,1	59,5	<b>69,5</b>	<b>71,2</b>	<b>71,2</b>	<b>71,0</b>
<b>Francia</b>	-3,1	-9,1	-8,1	-5,3	-3,5	<b>97,5</b>	<b>115,0</b>	<b>114,6</b>	<b>113,7</b>	<b>112,9</b>
<b>Germania</b>	+1,5	-4,3	-6,5	-2,5	-0,5	58,9	<b>68,7</b>	<b>71,4</b>	<b>69,2</b>	<b>68,1</b>
<b>Grecia</b>	+1,1	-10,1	-9,9	-3,9	-1,1	<b>180,7</b>	<b>206,3</b>	<b>202,9</b>	<b>196,9</b>	<b>192,1</b>
<b>Irlanda</b>	+0,5	-4,9	-3,2	-1,7	-0,3	57,2	58,4	55,6	52,3	51,1
<b>Italia</b>	-1,5	-9,6	-9,4	-5,8	-4,3	<b>134,3</b>	<b>155,6</b>	<b>154,4</b>	<b>151,4</b>	<b>151,0</b>
<b>Lettonia</b>	-0,6	-4,5	-9,5	-4,2	-2,0	36,7	43,2	48,2	50,7	49,8
<b>Lituania</b>	+0,5	-7,2	-4,1	-3,1	-1,1	35,9	46,6	45,3	44,1	46,0
<b>Lussemburgo</b>	+2,3	-3,5	-0,2	0,2	0,3	22,3	24,8	25,9	25,6	25,4
<b>Malta</b>	+0,5	-9,7	-11,1	-5,8	-4,7	40,7	53,4	<b>61,4</b>	<b>62,4</b>	<b>63,6</b>
<b>Paesi Bassi</b>	+1,7	-4,2	-5,3	-2,1	-1,0	48,5	54,3	57,5	56,8	56,1
<b>Polonia</b>	-0,7	-7,1	-3,3	-1,8	-2,1	45,6	57,4	54,7	51,0	49,5
<b>Portogallo</b>	+0,1	-5,8	-4,5	-3,4	-2,8	<b>116,6</b>	<b>135,2</b>	<b>128,1</b>	<b>123,9</b>	<b>122,7</b>
<b>Repubblica Ceca</b>	+0,3	-5,6	-7,0	-4,3	-3,9	30,0	37,7	42,4	44,3	46,3
<b>Romania</b>	-4,4	-9,4	-8,0	-6,9	-6,3	35,3	47,4	49,3	51,8	53,2
<b>Slovacchia</b>	-1,3	-5,5	-7,3	-4,2	-3,2	48,1	59,7	<b>61,8</b>	60,0	59,1
<b>Slovenia</b>	+0,4	-7,7	-7,2	-5,2	-4,4	<b>65,6</b>	<b>79,8</b>	<b>77,7</b>	<b>76,4</b>	<b>76,0</b>
<b>Spagna</b>	-2,9	-11,0	-8,1	-5,2	-4,2	<b>95,5</b>	<b>120,0</b>	<b>120,6</b>	<b>118,2</b>	<b>116,9</b>
<b>Svezia</b>	+0,6	-2,8	-0,9	0,3	0,9	34,9	39,7	37,3	34,2	31,2
<b>Ungheria</b>	-2,1	-8,0	-7,5	-5,7	-3,8	<b>65,5</b>	<b>80,1</b>	<b>79,2</b>	<b>77,2</b>	<b>76,4</b>

Fonte: Eurostat (in grassetto i valori non in linea con quanto richiesto dal Patto), dati aggiornati al 20/10/2021.



Il rapido peggioramento dei bilanci pubblici ha fatto riemergere tutte quelle considerazioni relative alla sostenibilità dei debiti che da un po' di tempo erano state messe da parte a seguito di anni di relativa crescita economica.

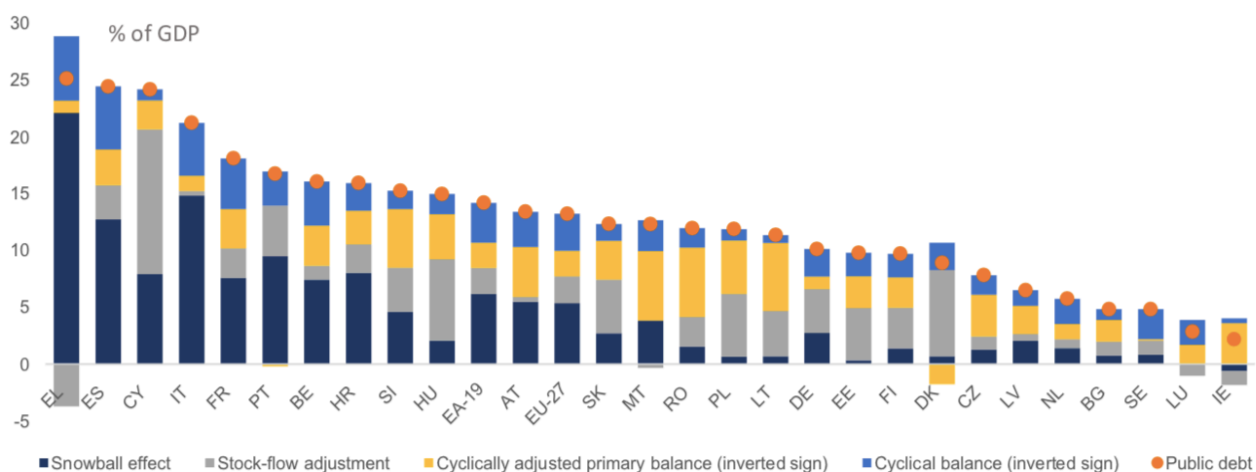
Dopo esser diminuito ad un ritmo costante nell'ultimo periodo, giovando peraltro della più severa disciplina di bilancio introdotta con il Fiscal compact, il debito pubblico è schizzato nel 2020 a livelli mai visti in precedenza, pari al 100% del Pil nell'Eurozona e al 92,4% nell'Unione<sup>162</sup>.

Tutti i paesi nel corso del 2020 hanno visto così aumentare il proprio debito pubblico in rapporto al Pil, tuttavia, anche in questo caso vi sono differenze sostanziali tra gli Stati membri.

L'incremento maggiore viene registrato in Grecia (+25,6%), quello minore in Lussemburgo (+2,5%). Ciò che però preoccupa maggiormente le istituzioni in questa fase è l'allontanamento di gran parte dei paesi dal valore di riferimento del 60%, con 13 Stati che oltrepassano nel 2020 tale limite, di cui 7 che si posizionano abbondantemente al di sopra del 110%.

La brusca accelerazione è dovuta a due dinamiche differenti, il deterioramento dei saldi primari di bilancio e il crollo del Pil, che, interagendo tra loro, si amplificano e determinano il cosiddetto "snowball effect"<sup>163</sup>. Questo consiste nell'impatto sul debito pubblico del differenziale tra tasso d'interesse e crescita economica ( $i - g$ ) e non dipende in alcun modo da variazioni a livello di bilancio.

**Figura 16: Incremento del rapporto tra debito e Pil nel corso del 2020**



**Fonte:** Commissione Europea, European Fiscal Board, Annual Report 2021

Ciononostante, le misure prontamente adottate dai governi nazionali con il supporto straordinario dell'Unione hanno provocato un forte rimbalzo dell'economia nel corso del 2021, effetto che si

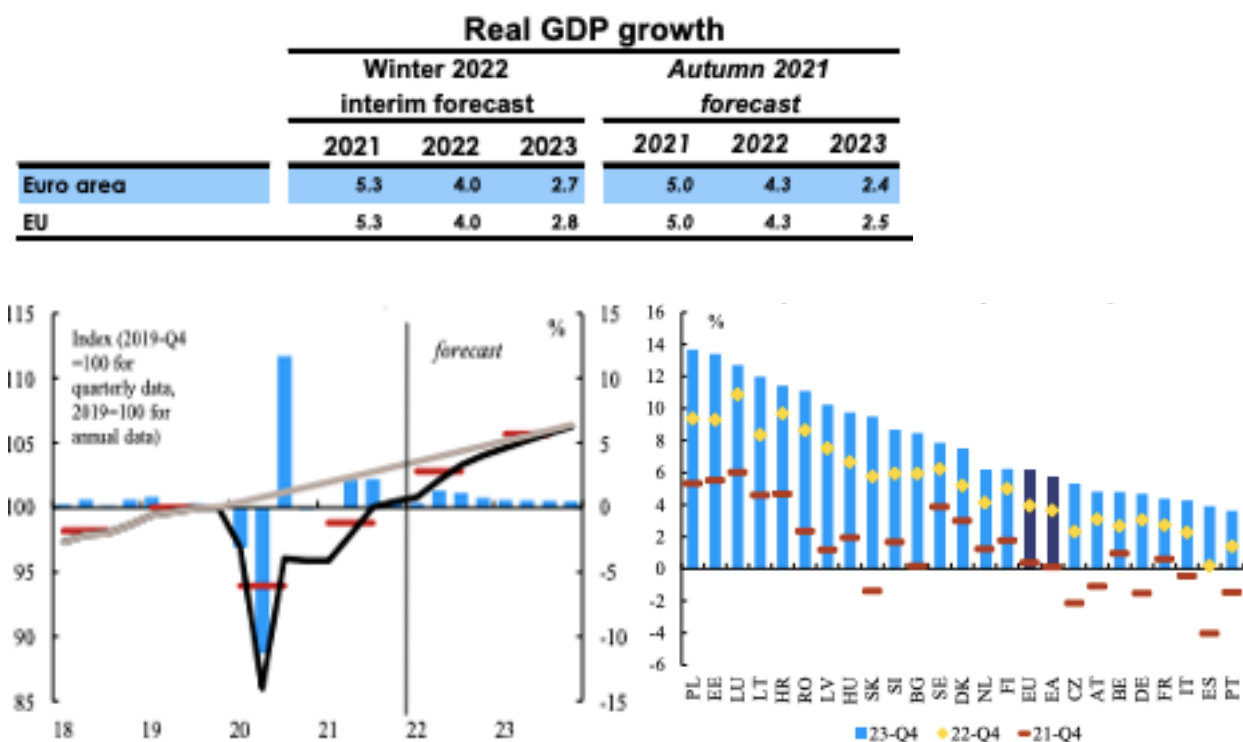
<sup>162</sup> Eurostat

<sup>163</sup> N. Thygesen et al., European Fiscal Board, Annual Report 2021, 2021

estenderà ai prossimi anni grazie all'impulso agli investimenti che arriverà dal NextGenerationEU e da politiche monetarie espansive

Il Pil è cresciuto nel corso del 2021 sia nell'Ue che nell'area euro (+5,3% per entrambe le aree), rallentando leggermente l'anno seguente (+4,0% per entrambe le aree). Il livello di prodotto pre-crisi è stato ristabilito in Unione europea, secondo le proiezioni della Commissione<sup>164</sup>, nel terzo trimestre del 2021, mentre nel corso del 2023 si dovrebbe raggiungere un livello in linea con quanto veniva stimato precedentemente all'arrivo della pandemia.

**Figura 17:** La ripresa economica nell'UE



**Fonte:** Winter Economic Forecast, 2022

Tuttavia, diverse sono le performance tra gli Stati membri. Infatti, solo al termine del 2022 tutti gli Stati avranno recuperato il livello di prodotto pre-crisi, in quanto Italia, Portogallo, Spagna, Germania, Austria, Repubblica Ceca e Slovacchia tutt'ora presentano un livello inferiore, come osservabile in figura. Questo a testimonianza di come, malgrado il virus si sia diffuso rapidamente in tutta Europa, vi siano state enormi differenze tra i Paesi in merito all'intensità del virus, alle misure

<sup>164</sup> European Commission, European Economic Forecast, Winter 2021, INSTITUTIONAL PAPER 169 / February 2021

di contenimento adottate, al tasso di vaccinazione della popolazione, alla risposta politica e alla struttura degli Stati Membri<sup>165</sup>.

**Tabella 6: Prodotto interno lordo a prezzi di mercato**

Gross domestic product at market prices	2008	2019	GDP growth (2008-2019)	Crescita media annua (2008-2019)
<b>Unione Europea (27 stati)</b>	11.227.049	12.563.006	11,90%	0,99%
<b>Euro area (19 stati)</b>	9.773.128	10.722.302	9,71%	0,81%
<b>Austria</b>	301.925	338.351	12,06%	1,01%
<b>Belgio</b>	360.309	414.619	15,07%	1,26%
<b>Bulgaria</b>	38.979	46.263	18,69%	1,56%
<b>Cipro</b>	19.418	22.377	15,24%	1,27%
<b>Croazia</b>	49.780	51.650	3,76%	0,31%
<b>Danimarca</b>	251.016	286.629	14,19%	1,18%
<b>Estonia</b>	16.855	20.554	21,95%	1,83%
<b>Finlandia</b>	198.350	205.128	3,42%	0,28%
<b>Francia</b>	198.350	205.128	3,42%	0,28%
<b>Germania</b>	2.610.128	2.989.895	14,55%	1,21%
<b>Grecia</b>	247.771	190.448	-23,14%	-1,93%
<b>Irlanda</b>	173.316	296.266	70,94%	5,91%
<b>Italia</b>	1.672.460	1.625.219	-2,82%	-0,24%
<b>Lettonia</b>	21.897	23.968	9,46%	0,79%
<b>Lituania</b>	32.384	39.258	21,23%	1,77%
<b>Lussemburgo</b>	42.234	52.844	25,12%	2,09%
<b>Malta</b>	6.532	11.471	75,62%	6,30%
<b>Paesi Bassi</b>	654.726	728.175	11,22%	0,93%
<b>Polonia</b>	339.516	499.869	47,23%	3,94%
<b>Portogallo</b>	182.233	192.034	5,38%	0,45%
<b>Repubblica Ceca</b>	161.698	196.928	21,79%	1,82%
<b>Romania</b>	138.191	176.645	27,83%	2,32%
<b>Slovacchia</b>	68.155	86.656	27,15%	2,26%
<b>Slovenia</b>	38.811	43.291	11,54%	0,96%
<b>Spagna</b>	1.112.842	1.186.874	6,65%	0,55%
<b>Svezia</b>	369.690	454.160	22,85%	1,90%
<b>Ungheria</b>	105.717	129.663	22,65%	1,89%

Fonte: Eurostat

Interessante però notare come, al verificarsi di tale condizione, non tutti gli Stati avranno completamente recuperato il prodotto del 2008, con Grecia e Italia che nel 2019 presentavano dei valori ancora inferiori (-23,14% la Grecia e -2,82% l'Italia) e diversi altri Stati (Croazia, Finlandia, Francia, Portogallo e Spagna) con delle performance di crescita che, seppur positive, risultano piuttosto scadenti per quelle che dovrebbero essere le ambizioni europee di crescita.

Il sistema europeo sembrerebbe aver sacrificato la crescita nel corso degli ultimi anni a cospetto di una maggiore stabilità che, tuttavia, non sembrerebbe aver portato i frutti sperati.

Nel riconsiderare le regole del Patto sarà quindi fondamentale porre maggior enfasi sulla crescita, cercando di sfruttare al meglio nel corso dei prossimi anni le risorse che l'Europa metterà a disposizione nell'ambito dei programmi pluriennali recentemente finanziati.

Ad incidere maggiormente sulla crescita in questa fase sarà la domanda domestica, con gli Stati che gioveranno di maggior consumi pubblici e privati, oltre che di migliori condizioni di finanziamento in grado di stimolare gli investimenti.

Tuttavia, come evidenziato da diversi economisti negli ultimi mesi, mentre una forte domanda aggregata continuerà a sostenere l'espansione nei periodi a venire, le preoccupazioni maggiori riguardano oggi il lato dell'offerta e sono legate ai cosiddetti "*colli di bottiglia*", alle problematiche legate all'approvvigionamento di merci emerse durante i vari lockdown e ad un rapido incremento del costo dell'energia, elementi che combinati stanno accelerando le dinamiche inflattive, spingendo i prezzi verso l'alto.

Inoltre, nonostante la ripresa sembri procedere abbastanza spedita, i problemi relativi al Covid sembrano tutt'altro che superati, varianti del virus sempre più pericolose e sconosciute rischiano infatti di complicare la ripresa economica, contribuendo a mantenere alto il livello di incertezza.

In questo contesto, le misure economiche di supporto all'economia unite all'azione degli stabilizzatori automatici continueranno a richiedere un ingente sforzo fiscale anche nei prossimi anni.

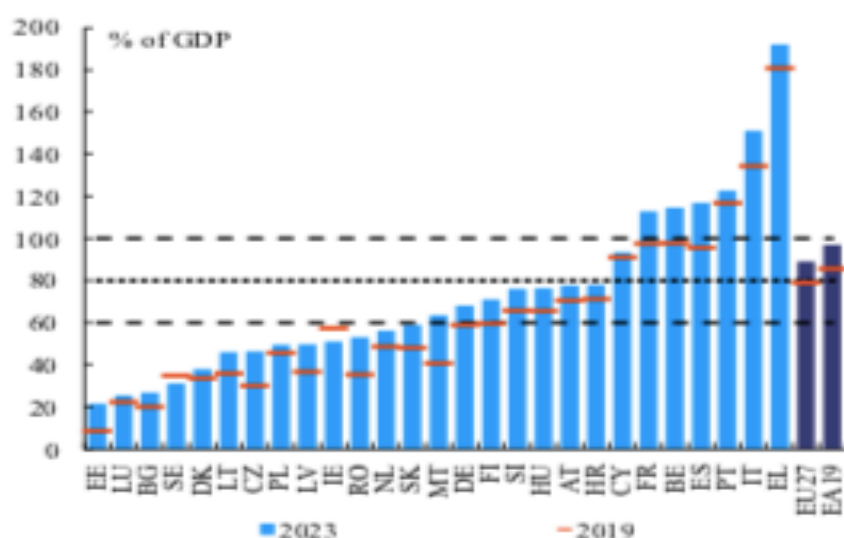
Nel frattempo, malgrado l'attivazione della clausola di salvaguardia nella primavera del 2020, la Commissione continua a sorvegliare i bilanci degli Stati membri nell'ambito dei meccanismi normalmente previsti dal Patto di stabilità e crescita e dal Semestre europeo. Sia nel corso del 2020 che nel 2021 ha quindi presentato, ai sensi dell'Art. 126 (3) del TFUE, delle relazioni per ciascuno Stato membro (eccetto che per la Romania, già sottoposta a procedura per deficit eccessivi).

Nei report presentati a giugno 2021, viene evidenziato come solo tre Stati (Danimarca, Lussemburgo e Svezia) siano stati in grado di rispettare il parametro del 3% del deficit, con un disavanzo aggregato nell'UE e nell' Eurozona rispettivamente pari al 6,6% e al 7,1% del Pil, valore che verrà dimezzato nel 2022.

I debiti pubblici, nel frattempo, inizieranno a decrescere già a partire dal 2021 in diversi Stati membri, mentre negli altri tale trend sarà apprezzabile solo a partire dal 2022.

Ciononostante, secondo le ultime stime proposte, nel 2023 il rapporto tra debito pubblico e Pil eccederà il 100% in 6 paesi, Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo, 3 in più rispetto all'anno pre-crisi, con la maggior parte dei paesi che avranno dei livelli decisamente più alti rispetto al 2019.

**Figura 18:** La crescita dei debiti pubblici



*Fonte:* European Economic Forecast, Autunno 2021

Sebbene la disciplina di bilancio risulti seriamente compromessa rispetto a quanto stabilito nei Trattati, nei reports viene sottolineato come, considerato l'impatto devastante del virus sull'economia, non sia questo il momento di sottoporre gli Stati in questione alla procedura per deficit eccessivi. Ancora nel corso del 2022 sarà perciò necessario continuare a garantire la massima flessibilità di bilancio, così da poter affrontare al meglio la crisi che ancora attanaglia l'Europa, facendo però attenzione alla sostenibilità di medio termine delle finanze pubbliche.

Nella Comunicazione della Commissione del 2 giugno 2021 sul coordinamento delle politiche economiche<sup>166</sup> l'attivazione della clausola di salvaguardia viene perciò prolungata al 2022, a condizione però che si inizi a tenere maggiormente conto delle differenze tra i vari Stati membri in riferimento allo stato della ripresa, alla sostenibilità di bilancio e alla necessità di ridurre le disparità economiche, sociali e territoriali.

<sup>166</sup> COM(2021) 500 final, Communication from the Commission on Economic policy coordination in 2021: overcoming COVID-19, supporting the recovery and modernizing our economy, 2/06/2021, 2021

Le istituzioni europee hanno infatti più volte chiarito che la clausola sarebbe rimasta attiva finché non fosse stata totalmente recuperata la perdita di prodotto legata alla pandemia, condizione che secondo il recente Autumn Forecast si sarebbe già verificata nel corso del 2021. Tuttavia, le grandi differenze tra i paesi e le continue mutazioni del virus impongono alle istituzioni di mantenerla attiva ancora nel corso del 2022, in quanto sarebbe impensabile, oltre che estremamente dannoso, ritirare già da ora il giusto appoggio da parte della politica fiscale.

In questo senso, le parole di Valdis Dombrovskis in occasione della presentazione del pacchetto di primavera del semestre europeo sembrerebbero illustrare la via.

Egli afferma come questo rappresenti più che mai un momento cruciale, in cui la ripresa è dietro l'angolo ma la strada per raggiungerla è colma di difficoltà.

*“Continueremo pertanto a utilizzare tutti gli strumenti per riportare le nostre economie sulla buona strada. Per questi motivi proroghiamo la clausola di salvaguardia generale nel 2022, in prospettiva di una sua disattivazione nel 2023. Incoraggiamo gli Stati membri a mantenere nell'anno in corso e nel prossimo, politiche di bilancio improntate al sostegno, al fine di preservare gli investimenti pubblici e utilizzare al meglio i finanziamenti del dispositivo per la ripresa e la resilienza per dare impulso alla crescita. Un oculato mix di spesa, incentrato sugli investimenti ma al contempo attento alla spesa, faciliterà il ritorno a posizioni più prudenti nel medio termine, aspetto particolarmente importante per i paesi con un debito elevato”<sup>167</sup>.*

### **Le principali differenze tra la risposta alla crisi finanziaria e quella al virus**

La crisi economica connessa alla pandemia da Covid-19 rappresenta un qualcosa di unico nella storia, una caduta del prodotto che per rapidità ed intensità supera addirittura la Grande Depressione del 1929 e la crisi bancaria del 2008.

La principale differenza va ricercata nella natura dell'attuale recessione, un doppio shock di domanda e offerta che a causa della reciproca interazione ha provocato una violenta spirale deflazionistica.

Lo shock dell'offerta è legato alle misure di distanziamento sociale introdotte dalla maggior parte dei governi, queste infatti hanno imposto la sospensione di tutte quelle attività considerate non necessarie e hanno costretto molti lavoratori a ridurre drasticamente il numero di ore lavorate. Tale shock a sua volta ha prodotto un forte shock della domanda: i consumatori non potevano raggiungere i negozi, i lavoratori vedevano diminuire i loro ricavi e tutto questo non ha fatto che amplificare le

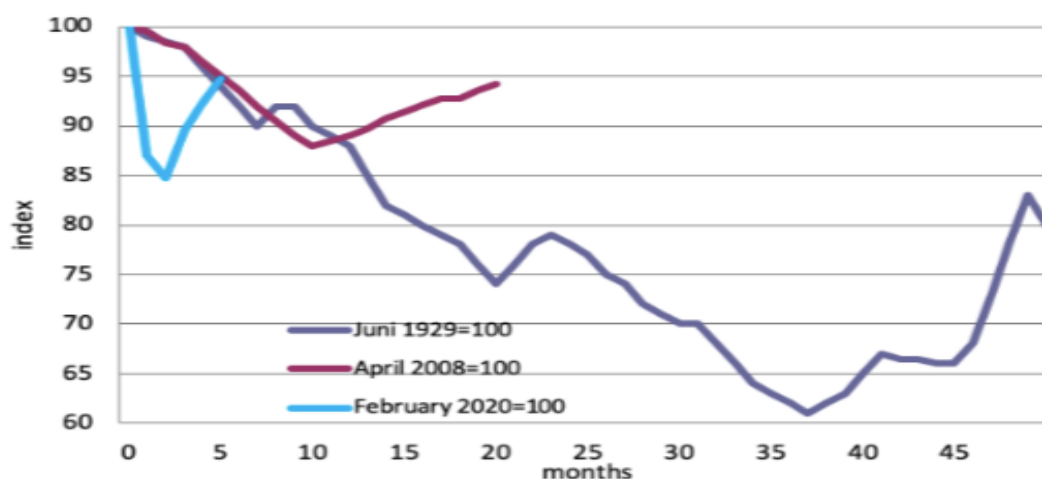
---

<sup>167</sup> Parole del Vicepresidente esecutivo per Un'economia al servizio delle persone, Valdis Dombrovskis, in occasione della presentazione del pacchetto di primavera (2021)

preoccupazioni e le incertezze, inducendo consumatori e imprese a rimandare consumi non essenziali e investimenti ed aumentare i risparmi a scopo precauzionale.<sup>168</sup>

Tuttavia, c'è un'ulteriore differenza tra gli episodi di crisi precedenti e quello attuale. I governi in quest'occasione sembrerebbero aver risposto in maniera più rapida e mirata, cosicché una volta allentate le restrizioni abbiamo potuto apprezzare un vigoroso rimbalzo dell'economia verso i livelli precedenti alla pandemia. L'insieme di misure adottato dai governi nazionali e dal livello centrale hanno permesso infatti di sostenere lavoratori e imprese, scongiurando così delle conseguenze ancor più drammatiche.

**Figura 19:** *Indice mondiale della produzione industriale, confronto tra crisi*



**Fonte:** Eichengreen e O'Rourke (2010); Eurostat per l'UE (2020), Federal Reserve per gli USA (2020) e OCSE per la Cina (2020). La risposta di febbraio viene calcolata aggregando i tre dati.

Il policy mix adottato negli ultimi mesi sta così permettendo una ripresa ben più rapida rispetto a quella successiva alla crisi del 2008. Infatti, seppur in quell'occasione il supporto delle autorità fiscali fu altrettanto vigoroso, con deficit di bilancio prossimi alla doppia cifra in diversi paesi europei, la crisi del sistema bancario non permise la corretta trasmissione delle politiche monetarie, con le banche riluttanti nell'espandere il credito a seguito dello shock<sup>169</sup>.

La miglior risposta è in parte dovuta al fatto che oggi c'è maggior consenso tra gli Stati membri circa l'origine della crisi (esogena), gli effetti e le politiche da adottare per facilitare la ripresa economica, mentre in occasione della crisi finanziaria, uno shock di natura endogena, le posizioni degli Stati erano di gran lunga più divergenti.

<sup>168</sup> R. Baldwin e B. Weder di Mauro, Economics in the time of Covid-19, VoxEU, CEPR Press, 2020

<sup>169</sup> S. Bentolila et al., When credit dries up: job losses in the Great Recession, CEMFI Working Paper no. 1310, 2015

Tali divergenze erano in parte guidate da considerazioni legate all'azzardo morale, infatti, la crisi economica del 2008 colpì in maniera asimmetrica gli SM, cosicché alcuni subirono una forte contrazione del prodotto, mentre altri patirono meno le conseguenze. Questa volta invece, nonostante la perdita del prodotto sia asimmetrica tra gli Stati, vi è maggiore solidarietà tra i paesi, in quanto essi percepiscono quella del Covid-19 come una battaglia da vincere tutti insieme, mettendo da parte una volta per tutte gli egoismi che hanno guidato le scelte europee dalla nascita dell'Unione fino ai giorni d'oggi.

Maggiore solidarietà e condivisione tra gli SM che può esser rinvenibile nella decisione da parte delle istituzioni di attivare la clausola di salvaguardia generale contenuta all'interno del Patto, in quanto non tutti i paesi disponevano di sufficiente spazio fiscale per poter rispondere adeguatamente alla crisi pandemica, o, ancor di più, in quella di sostenere le politiche fiscali nazionali con delle risorse comuni nell'ambito del programma NextGenerationEU.

L'esperienza della Grande Recessione ha permesso infatti alle istituzioni di comprendere come sia impossibile raggiungere una posizione fiscale ottimale a livello di Unione facendo esclusivamente affidamento sul coordinamento orizzontale delle politiche fiscali nazionali, motivo per cui da anni si continua a parlare della necessità di dotarsi di una capacità fiscale centrale per poter affrontare con più decisione crisi del genere.

Se però fino a poco tempo fa questo rappresentava un argomento spinoso, con diversi paesi fortemente riluttanti nel partecipare ad un bilancio comune, le nuove sfide legate al Covid-19 e ai cambiamenti sul fronte climatico e tecnologico costituiranno un importante banco di prova nell'immediato futuro, dal momento che per affrontarle è stata adottata la storica decisione di ricorrere ad un modello embrionale di capacità fiscale centrale. Decisivo questa volta sarà non commettere lo stesso errore di 15 anni fa, quando dopo una corretta risposta fiscale si procedette troppo presto nel rimuovere il giusto supporto, anticipando il ritorno a politiche volte al controllo dei bilanci.

Gli Stati dovranno esser bravi nel gestire i fondi assegnati nell'ambito del NextGenerationEU, approfittando di quest'occasione unica per rilanciare l'economia europea attraverso maggiori investimenti pubblici e privati.

Le politiche volte al controllo e alla riduzione dei debiti dovranno essere ristabilite solo una volta che l'economia avrà recuperato a pieno la perdita del prodotto.

Tuttavia, questa volta l'impatto del ripristino dei vincoli ai bilanci nazionali, previsto per il 2023, dovrebbe essere alleviato da questa possibilità per gli Stati di fruire di risorse al di fuori dei bilanci al fine di sostenere la domanda aggregata, troppo debole già dagli anni precedenti alla pandemia.

Risulta quindi chiaro come a differenza della ripresa successiva alla crisi finanziaria, in cui fu ripristinato il precedente sistema di coordinamento basato su un insieme di regole, per giunta reso più



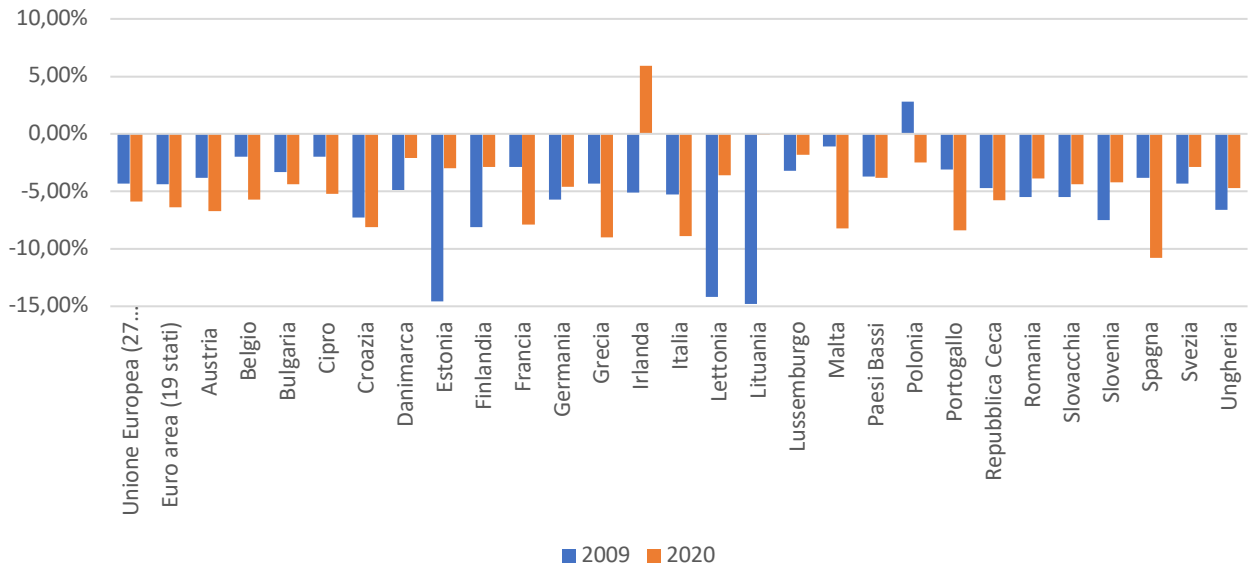
severo dall'introduzione del Fiscal Compact, questa volta le innovazioni contenute nella risposta europea potrebbero aprire degli spiragli di discussione su tematiche che permetterebbero una rottura decisa con il passato, facendo evolvere l'Unione a livello di coerenza, di credibilità e di efficacia.

**Tabella 7:** *Analisi delle principali differenze tra la crisi pandemica e la crisi finanziaria*

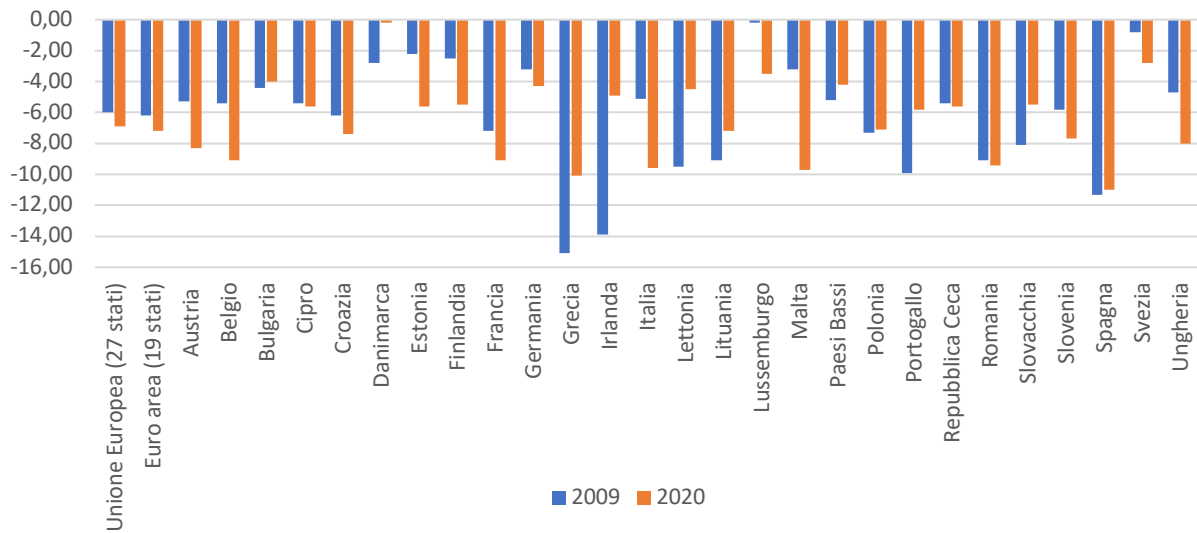
	<b>Crisi finanziaria 2008</b>	<b>Crisi Covid-19</b>
<b>Fonte</b>	Squilibri nel settore finanziario	Interazione tra shock di domanda e shock di offerta
<b>Natura</b>	Endogena, asimmetrica	Esogena, origine comune, impatto asimmetrico
<b>Impatto</b>	Asimmetrico tra gli Stati	Asimmetrico tra Stati e settori economici
<b>Ripresa</b>	Lenta ma stabile	Più rapida ma irta di difficoltà
<b>Policy mix</b>	Sbilanciato a favore delle politiche monetarie	Più bilanciato, basato su concetti di equità, improntato al rilancio degli investimenti, focus su green e digitale.
<b>Coordinamento fiscale</b>	A livello orizzontale, politiche nazionali vincolate dal sistema europeo di sorveglianza	A livello verticale, maggior coordinamento tra livello centrale e livello nazionale, ruolo chiave del budget europeo.
<b>Configurazione istituzionale</b>	Intergovernativa	Metodo comunitario
<b>Innovazioni istituzionali</b>	EFSF/ESM, Fiscal Compact	NextGenerationEU, mutualizzazione del debito

**Box di approfondimento 3: Breve comparazione tra le due crisi sulla base di pochi semplici indicatori economici e di bilancio**

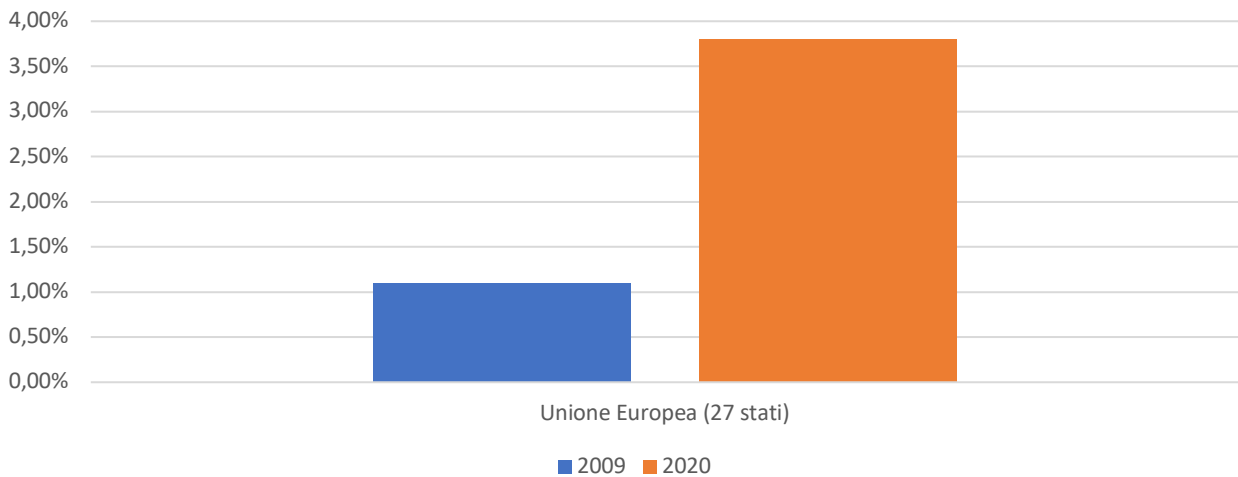
**Figura 20: Variazione del Pil, 2009 e 2020**



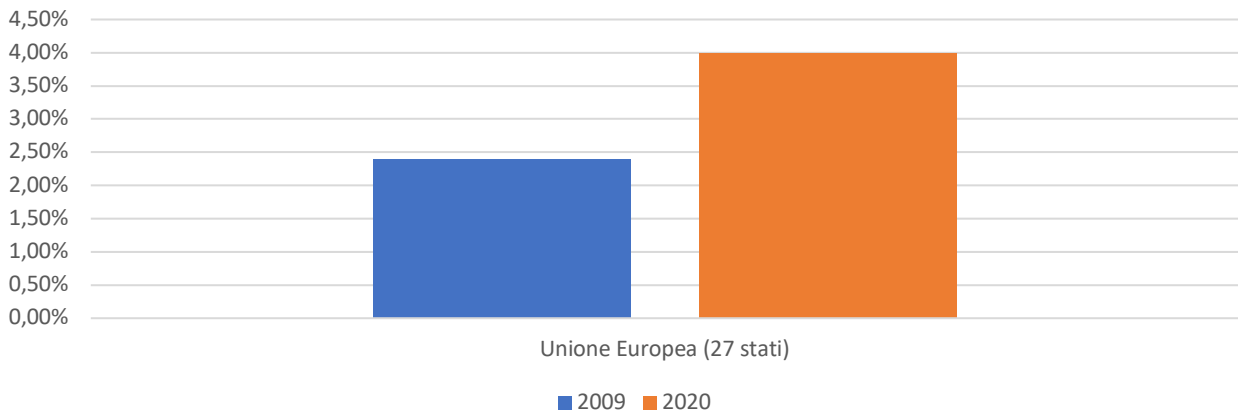
**Figura 21: Indebitamento o accreditamento netto, 2009 e 2020**



**Figura 22: Misure fiscali discrezionali rispetto al Pil**



**Figura 23: Ampiezza stabilizzatori automatici rispetto al Pil**



**Fonte:** Eurostat

Volendo valutare empiricamente le differenze tra le due crisi in relazione all'intensità ed alla risposta fiscale, possiamo verificare innanzitutto come la contrazione del prodotto dovuta alla pandemia risulta maggiore in media rispetto a quella patita in occasione della crisi finanziaria (-5,9% contro -4,3% a livello di Unione e -6,40% contro -4,4% nell'Eurozona), con una distribuzione dei risultati ben più omogenea rispetto al 2009. A fronte di una minor varianza nei dati, e quindi di una maggior condivisione delle ricadute negative, gli Stati hanno ricorso maggiormente al debito nel 2020, sospendendo le reciproche diffidenze dovute ad aspetti legati all'azzardo morale.

Nonostante livelli di indebitamento molto alti anche nel corso del 2009, gli Stati in occasione della recente crisi hanno potuto sostenere con più vigore la domanda grazie a tassi d'interesse prossimi allo zero che hanno abbattuto le spese per interessi ed hanno garantito lo spazio necessario per uno stimolo fiscale senza precedenti, perlomeno in Europa.

## Confronto tra la risposta europea e quella statunitense al Covid-19

Nel corso del 2020 gli Stati Uniti hanno subito una riduzione del prodotto pari al 3,5%, una contrazione notevole, sebbene decisamente inferiore rispetto a quella del Pil europeo.

Qui l'attività economica è rimbalzata con vigore nella seconda parte del 2020, grazie a una politica monetaria decisamente accomodante e al finanziamento di un pacchetto di misure fiscali senza precedenti, che hanno portato il Pil alla fine del 2020 solo 2,4 punti percentuali al di sotto del valore prepandemico<sup>170</sup>.

L'amministrazione Trump prima, e quella Biden dopo, hanno varato nel corso della pandemia provvedimenti per un importo complessivo pari a circa 6 mila miliardi di dollari, dedicati principalmente al sostegno delle famiglie a reddito medio-basso e delle imprese, oltre che al finanziamento di un piano infrastrutturale senza precedenti.

Le prime misure adottate dall'amministrazione Trump risalgono al 27 marzo 2020 e sono contenute all'interno del "*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act*" (integrato nel mese di aprile da un ulteriore provvedimento, il "*Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act*")

I circa 2.400 miliardi di dollari (11% del Pil) stanziati tra marzo e aprile costituiscono un vigoroso stimolo economico, finalizzato ad aiutare aziende, famiglie e amministrazioni periferiche ad affrontare le conseguenze negative della pandemia e dello shock economico ad essa connesso.

Principali beneficiarie dei programmi sono state le medio-piccole imprese statunitensi attraverso i 700 miliardi erogati dal Paycheck Protection Program, fondi destinati a coprire i costi di produzione per un periodo di 8 settimane. Un sostegno ulteriore e complementare è poi stato garantito allo stesso tipo di imprese grazie allo slittamento delle scadenze fiscali e alla sospensione di alcuni pagamenti bancari, portando a 925 miliardi la cifra complessiva destinata a tale categoria.

Le misure a sostegno delle famiglie ammontano invece a circa 800 miliardi di dollari e consistono in trasferimenti diretti, 1.200 dollari per adulto e 500 dollari per bambino (<17 anni) per le famiglie con redditi inferiori ai 75.000 dollari, integrati da ulteriori 600 dollari a settimana per chiunque abbia diritto a ricevere il sussidio di disoccupazione nel periodo che va dal 27 di marzo al 26 di luglio 2020<sup>171</sup>.

---

<sup>170</sup> Fiscal monitor 2021

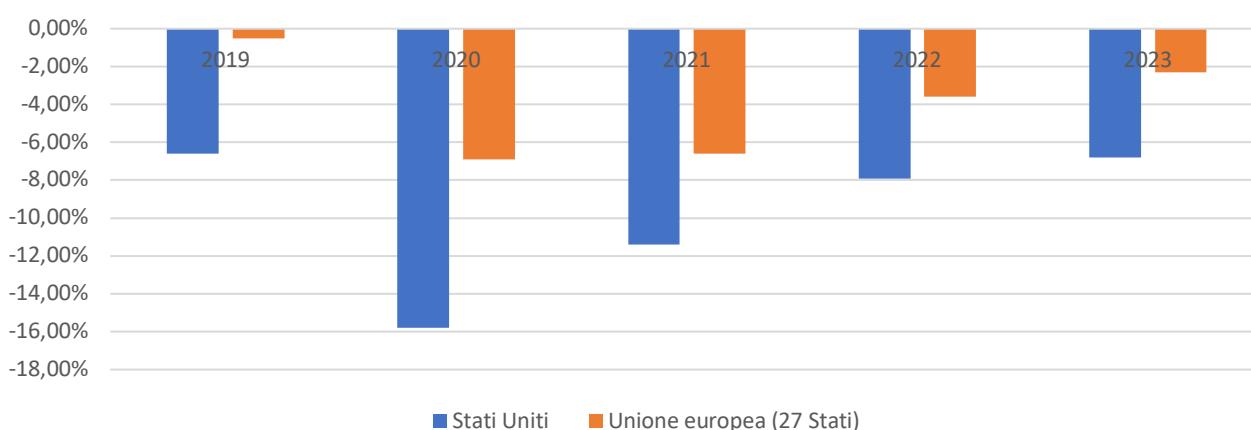
<sup>171</sup> C. Blot et al., Could the Euro Area Benefit From the US Stimulus Packages?, US Macroeconomic Policy to COVID-19: Spillovers to the Euro Area, European Parliament, 2021

Ulteriori finanziamenti sono stati destinati ai governi centrali e alle amministrazioni locali per permettere di mantenere invariato il livello dei servizi senza dover aumentare il livello della tassazione a seguito del minor gettito fiscale dovuto alla perdita di reddito da parte degli individui. Tuttavia, con il protrarsi della pandemia è divenuta ben presto chiara la necessità di ricorrere ad ulteriori provvedimenti. Il “*Consolidated Appropriations Act*” (CAA), adottato nel dicembre del 2020 dopo un lungo scontro all’interno del Consiglio tra Repubblicani e Democratici, consiste in un pacchetto da 868 miliardi di dollari finalizzato al sostegno dell’economia statunitense nell’attesa dell’insediamento del nuovo presidente.

Verificatasi quest’ultima condizione, l’amministrazione Biden ha immediatamente presentato un nuovo piano da 1.855 miliardi di dollari al Congresso chiamato “*American Rescue Plan Act*” (ARPA), il quale è stato approvato nel corso del mese di marzo 2021.

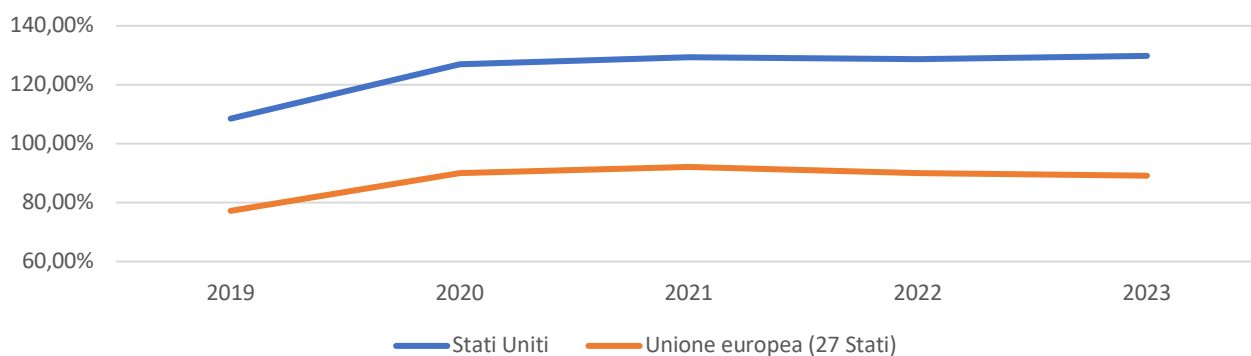
I provvedimenti di dicembre 2020 e marzo 2021 finanziano misure per un importo pari a circa 2.800 miliardi di dollari (10,3% del Pil), la maggior parte dei quali diretti al sostegno delle famiglie. Queste possono infatti beneficiare di ulteriori sussidi (2.000 dollari per adulto e 2.000 dollari per ciascun figlio a carico) oltre che di una serie di nuove misure assistenziali e fiscali, per un totale di 1.375 miliardi di dollari. Sono poi previsti nuovi trasferimenti agli Stati centrali (350 miliardi di dollari), spese legate alla campagna di vaccinazione e al potenziamento dei servizi scolastici. Il finanziamento di tutte queste misure ha incrementato notevolmente il disavanzo pubblico statunitense, il quale ha raggiunto valori al di fuori della norma che diminuiranno progressivamente negli anni, passando dal 15,8% (2020) al 6,8% (2023) rispetto al Pil.

**Figura 24: Saldo di bilancio, USA vs Europa (27 Stati)**



**Fonte:** International Monetary Fund

**Figura 25: Andamento del debito pubblico, USA vs Unione europea (27 Stati)**



**Fonte:** International Monetary Fund

Confrontando la risposta statunitense con quella europea, possiamo notare facilmente come i provvedimenti adottati oltre oceano abbiano peggiorato i saldi di bilancio, e più in generale le finanze pubbliche, in maniera più decisa.

Tale differenza è dovuta al fatto che *“oltre il 90 per cento dei fondi è stato impiegato in misure on-budget con un impatto diretto sul debito pubblico, che nel 2020 ha toccato il 127 per cento del Pil (+20 punti percentuali) e dovrebbe raggiungere il 132 per cento nel 2021”*<sup>172</sup>.

In Europa, invece, *“le misure off-budget (ad esempio le garanzie governative) hanno avuto un peso maggiore, oscillando nei quattro maggiori paesi tra il 15% del Pil in Spagna e il 35% in Italia”*<sup>173</sup>.

In questi paesi in media le misure on-budget non hanno superato il 10 per cento del Pil.

Le autorità fiscali statunitensi tra il 2020 e i 2021 hanno approvato infatti provvedimenti<sup>174</sup> per un totale di 5.838 miliardi di dollari, di cui 5.328 destinati a misure on-budget, 510 miliardi a quelle off-budget e 18 miliardi allo slittamento delle scadenze fiscali.

Le misure on-budget possono essere suddivise per semplicità tra spese sanitarie e non sanitarie.

Le prime ammontano a 690 miliardi, 3,3% del Pil statunitense, valore decisamente maggiore rispetto a quello registrato a livello di Unione (0,6%).

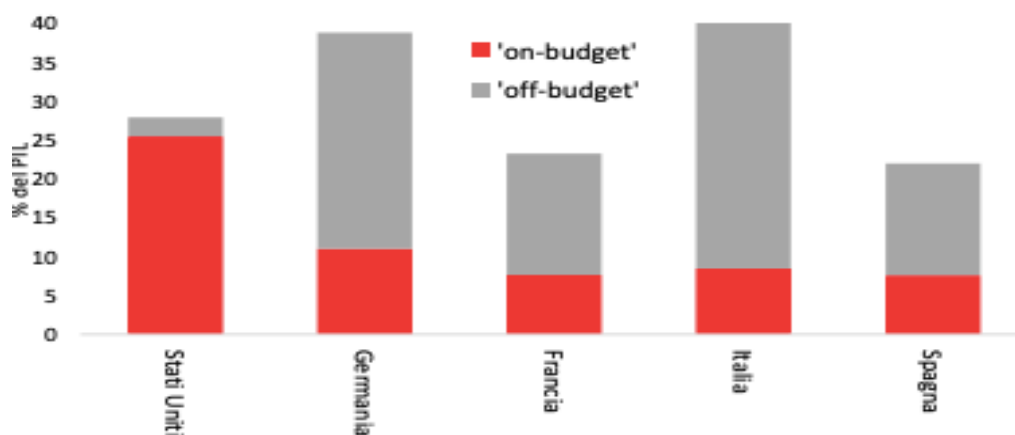
<sup>172</sup> G. Bernardini e Ercolani V., La risposta della politica di bilancio degli Stati Uniti al COVID-19 e un confronto con quella dell'area euro, Banca d'Italia, Note Covid-19, 2021

<sup>173</sup> ibidem

<sup>174</sup> “Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act” (6 marzo 2020), “Families First Coronavirus Act” (18 marzo 2020), “Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act” (Cares Act, 27 marzo 2020), “Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act” (24 aprile 2020), “Coronavirus Supplemental Appropriations Act” (27 dicembre 2020), “American Rescue Plan Act” (ARP, 12 marzo 2021).

Con riferimento invece alle spese “non-healthcare”, pari a 4.638 miliardi di dollari, 1800 miliardi sono stanziati per sostenere i redditi, 1.555 miliardi sono destinati alle imprese sotto forma di sussidi e finanziamenti e 893,6 miliardi al supporto di Stati/Enti locali non federali<sup>175</sup>.

**Figura 26:** Misure fiscali on-budget e off-budget in rapporto al Pil, biennio 2020-2021



**Fonte:** Fiscal monitor (misure approvate dai governi fino al 21/03/2021)

Le differenze nella composizione dei provvedimenti fiscali hanno implicazioni importanti per quanto riguarda i risultati di finanza pubblica, motivo per cui il debito pubblico americano è cresciuto molto di più rispetto a quello europeo durante la pandemia.

La politica statunitense in questo senso risultata molto più espansiva rispetto a quella europea durante gli ultimi due anni, avendo beneficiato maggiormente di interventi diretti al sostegno di imprese e famiglie piuttosto che garanzie. Questo dipende anche dal fatto che alcuni stabilizzatori automatici negli Stati Uniti sono più o meno generosi, o del tutto assenti.

Tuttavia, in prospettiva le politiche di bilancio europee potrebbero risultare più espansive rispetto a quelle statunitensi. Il faraonico piano infrastrutturale appena approvato sarà infatti finanziato da un aumento dell'imposizione fiscale, così come annunciato dall'amministrazione Biden, ed avrà perciò anche effetti redistributivi.

In Europa, al contrario, i progetti connessi al NextGenerationEU saranno finanziati interamente a debito e avranno come focus gli investimenti pubblici e le riforme strutturali, circostanze che permettono di stimare un maggior moltiplicatore per le politiche fiscali europee future.

A fronte però delle notevoli differenze tra la risposta fiscale europea e quella statunitense, maggior uniformità può essere rinvenuta in merito alle misure di politica monetaria adottate dalle rispettive banche centrali.

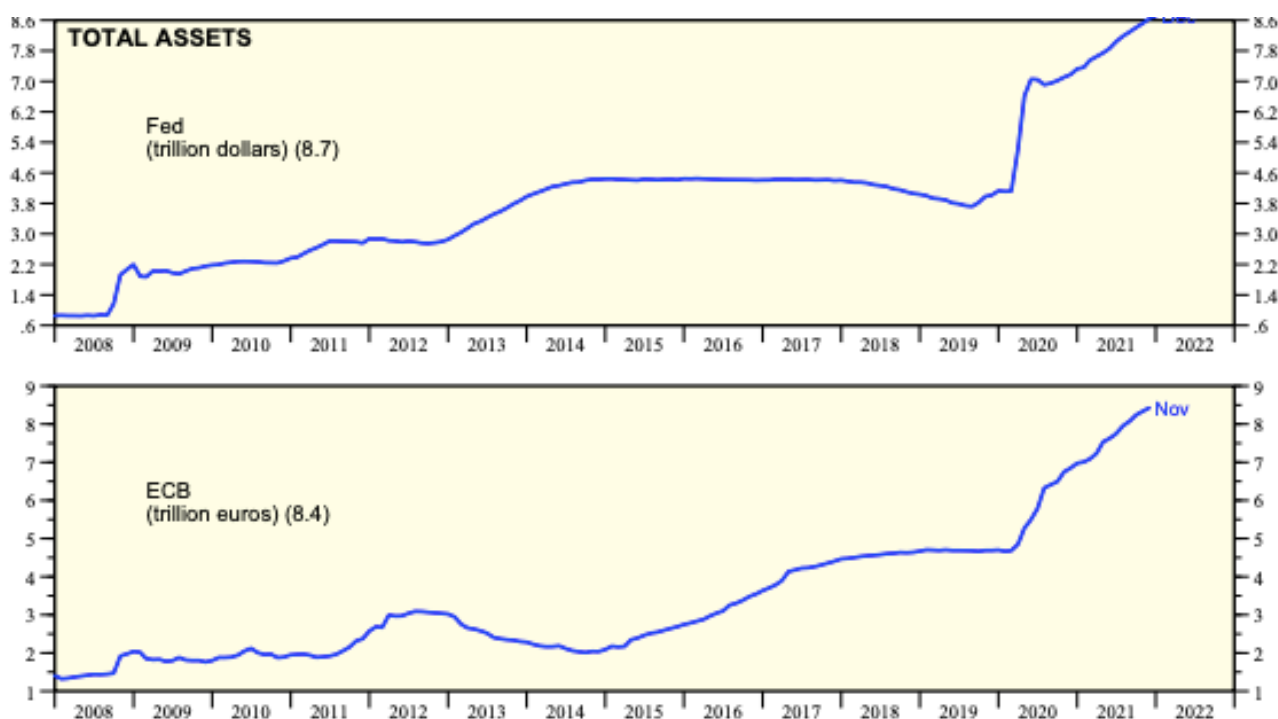
<sup>175</sup> International Monetary Fund, Fiscal Monitor, 2021

Entrambe hanno infatti portato avanti politiche monetarie ultra-espansive, con la BCE che ha mantenuto i tassi in corrispondenza dell'ELB e il "Federal Open Market Committee" (FOMC) che, alla luce del maggior margine di manovra, ha tagliato di 1,5 punti percentuali il tasso sui fondi federali approssiando anche in questo caso l'ELB. Il comitato ha quindi aggiunto che i tassi potranno esser mantenuti ad un livello tale fin quando l'economia non sarà nuovamente in grado di raggiungere autonomamente i suoi obiettivi di occupazione e stabilità dei prezzi.

Tutto questo ha permesso alle autorità fiscali di ricorrere all'indebitamento senza preoccuparsi troppo in questa fase della sostenibilità dei debiti.

Nel frattempo, sia la Fed che la Bce hanno infatti espanso i propri programmi di acquisto di attività nei mercati per migliorare le condizioni finanziarie generali, con i rispettivi bilanci che sono cresciuti a dismisura. Il totale delle attività detenute dalla banca centrale americana e da quella europea è quasi raddoppiato durante la pandemia, passando rispettivamente da 4.000 miliardi di dollari a 8.700 miliardi di dollari e da 4.700 miliardi di euro a circa 8.400 miliardi di euro<sup>176</sup>.

**Figure 27a e 27b:** Totale delle attività detenute da Bce e Federal Reserve



**Fonte:** Haver Analytics

Tuttavia, piccola differenza, mentre la risposta della Bce è stata affidata al potenziamento di strumenti già esistenti, la Fed ha introdotto nuovi schemi di acquisto e reintrodotti programmi che erano stati già utilizzati in occasione della crisi finanziaria del 2008.

<sup>176</sup> Dati forniti da: <https://www.haver.com/>

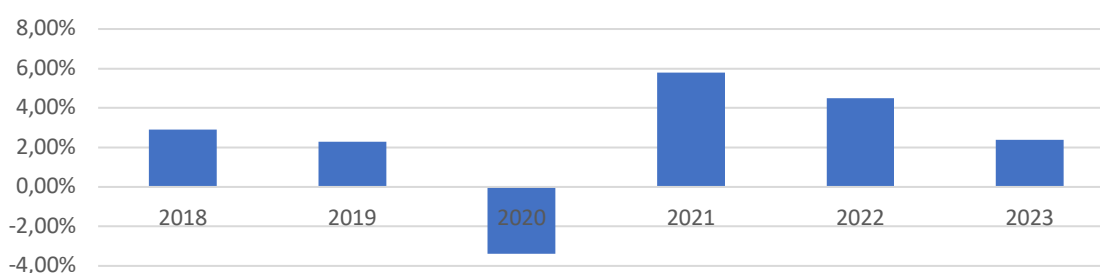


Così, seppur le decisioni prese dalla Fed possano farla sembrare più attiva, questi programmi non fanno altro che replicare il sistema con cui la Bce riesce a fornire credito ad un'ampia gamma di attività alla luce del suo mandato pressoché sconfinato<sup>177</sup>.

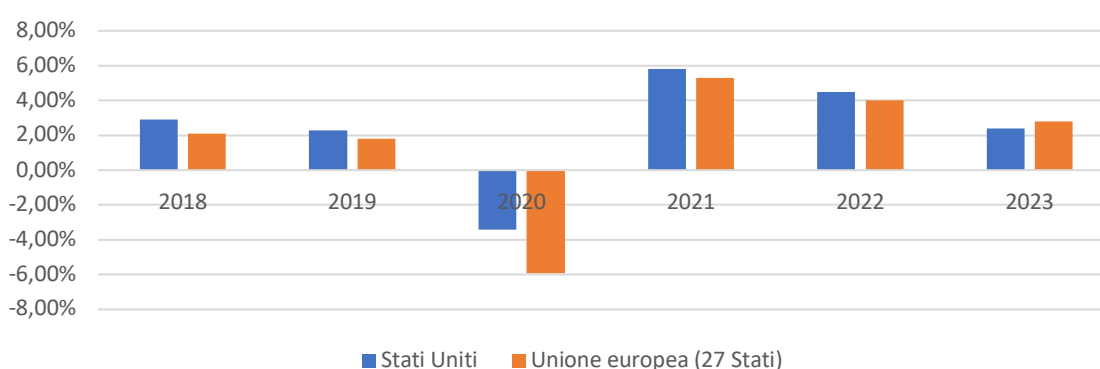
Anche negli Stati Uniti, l'insieme di provvedimenti di natura fiscale e monetaria ha permesso di limitare la perdita di prodotto nel 2020, puntando ad una crescita solida nel corso del 2021 sostenuta da maggiori consumi e maggiori investimenti. Il Pil è aumentato del 5,8% nel 2021, valore rivisto al ribasso rispetto alle stime di inizio anno, complici i problemi legati all'offerta delle merci e al protrarsi dell'emergenza pandemica.

I consumi privati, insieme agli investimenti, continueranno ad essere la determinante principale della crescita sia nel 2022 che nel 2023, infatti, una volta che l'incertezza dovuta alla pandemia sarà ridotta, le famiglie inizieranno a ridurre il risparmio in eccesso accumulato beneficiando delle misure fiscali<sup>178</sup>. Nel 2022 la crescita dovrebbe quindi rallentare (4,5%), fino a tornare verso valori più normali (2,4%) nel corso del 2023.

**Figura 28: Tasso di crescita del Pil, USA (2018-2023)**



**Figura 29: Tasso di crescita del Pil, USA vs Unione europea**



**Fonte:** International Monetary Fund per gli USA, Winter Forecast 2022 per l'Unione europea

<sup>177</sup> K. Whelan, Implications for the Euro Area of US Macroeconomic Policies, European Parliament, 2001

<sup>178</sup> International Monetary Fund, Fiscal Monitor, 2021

***Box di approfondimento 4: La ripartizione della spesa fiscale statunitense per categorie***

Il Covid-19 rappresenta un evento imprevisto e senza precedenti. Data infatti la sua particolare natura, la risposta degli Stati al Covid-19 dev'esser vista come un qualcosa di unico.

Avendo già analizzato a livello quantitativo le misure adottate dagli Stati Uniti, non resta che chiedersi in che modo sono stati assegnati tutti questi miliardi e a quale scopo.

**Supporto diretto:** il CARES act prevede un ristoro pari a 1.200 dollari per gli indipendenti e 500 per i dipendenti, il CAA pari a 600 dollari sia per gli indipendenti che per i dipendenti e l'ARP fornisce un ulteriore sussidio ai redditi maggiori di 75.000 dollari.

**Supporto alle piccole-medie imprese:** la politica fiscale statunitense è stata poi diretta al sostegno delle aziende più piccole, intese come quelle in cui lavorano un numero di persone inferiore alle 500 unità. Attraverso il Payment Protection Programme è stata perciò facilitata l'erogazione del credito a questo tipo di aziende, grazie a migliori condizioni finanziarie garantite dalle banche commerciali.

**Supporto all'occupazione:** gli Stati Uniti non dispongono di un sistema generoso a sostegno dell'occupazione, infatti il beneficio, oltre ad essere di un importo piuttosto magro, può essere riscosso per un massimo di 26 settimane. Il governo federale in occasione del coronavirus ha quindi esteso a 52 settimane la durata massima del periodo di disoccupazione, aumentando inoltre gli importi settimanali.

**Stati e amministrazioni locali:** diverse risorse sono state destinate ai governi centrali e alle amministrazioni locali per permettere di mantenere invariato il livello dei servizi senza dover aumentare il livello della tassazione.

**Misure varie:** il governo federale ha destinato molte risorse anche al sostegno della ricerca per i vaccini, alla scuola, all'assistenza dell'infanzia, alla fornitura di generi alimentari e al supporto diretto dei settori colpiti più duramente.

## Pandemia e inflazione

Per inflazione si intende l'aumento in un dato periodo del prezzo di beni e servizi dovuto a diverse cause, tra cui maggiori costi di produzione dei beni o un semplice aumento della domanda aggregata. Solitamente una crescita moderata nel livello dei prezzi non costituirebbe di per sé un problema per le autorità monetarie, poiché sarebbe interpretato piuttosto come indicatore di un'economia in salute con una forte domanda. Il problema sorge invece quando l'inflazione cresce troppo velocemente, con la popolazione che si impoverisce poiché i salari nominali non riescono a tenere il passo dei prezzi determinando una caduta dei salari reali.

Nel sistema europeo il controllo dell'inflazione spetta alla Bce, avendo questa come obiettivo primario quello di mantenere la stabilità dei prezzi, salvaguardando il valore dell'euro negli anni.

A tal proposito, a seguito della revisione della propria strategia conclusasi con la riunione del 22 luglio, il consiglio direttivo della Bce ha ridiscusso proprio ciò che deve essere inteso con "stabilità dei prezzi".

La storica espressione "below but close to 2 per cent" è stata rimpiazzata da una formulazione con cui la Bce si impegna a correggere allo stesso modo gli ipotetici inflation gap, siano essi positivi piuttosto che negativi, trasformando il target del 2% in un obiettivo simmetrico da raggiungere nel medio termine.

Tale cambiamento serve ad evitare che, in un contesto in cui l'economia opera da tempo in prossimità del limite inferiore per i tassi d'interesse (ELB), "le deviazioni negative dall'obiettivo di inflazione si radichino"<sup>179</sup>. Sarebbe perciò necessaria un'azione più incisiva e duratura da parte delle autorità monetarie, ammettendo peraltro la possibilità che durante un periodo transitorio l'inflazione si collochi ad un livello più alto rispetto all'obiettivo.

Nel frattempo, dopo anni in cui l'inflazione si è mantenuta notevolmente al di sotto del target di riferimento, la ripresa economica post pandemica ha dato un forte impulso alla dinamica dei prezzi. Se infatti in un primo momento le misure di contenimento del virus avevano avuto effetti deflazionistici, con la progressiva rimozione delle limitazioni e la riapertura delle attività i prezzi sono tornati a crescere ad un tasso sostenuto.

L'inflazione armonizzata (HICP), ossia quella basata sull'indice dei prezzi al consumo ha toccato a novembre il 5,2% a livello di Unione e il 4,9% nell'Eurozona<sup>180</sup>, dopo esser stata in territorio negativo o prossimo allo zero per gran parte del 2020. La distribuzione dei risultati tra i paesi membri non è tuttavia uniforme, con diversi Stati che hanno presentato dei valori al di sopra del 5% (Belgio,

---

<sup>179</sup> [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.it.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.it.html)

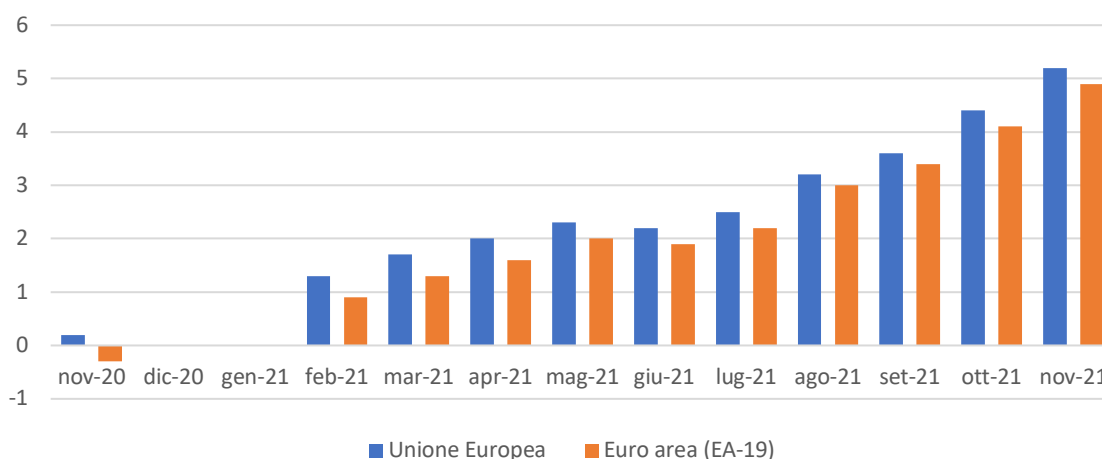
<sup>180</sup> Dati Eurostat

Bulgaria, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Ungheria, Olanda, Polonia, Romania, Norvegia).

Ciò che incide maggiormente sul dato è il forte incremento dei costi energetici (+27,5% a novembre rispetto l'anno precedente), in particolar modo quelli di gas naturale, petrolio ed elettricità, che dopo aver visto i rispettivi prezzi cadere, hanno percorso un vero e proprio rally a partire dal secondo trimestre del 2021.

L'incremento dei prezzi non sembrerebbe però essere limitato al settore energetico, infatti, anche le stime delle altre componenti dell'inflazione HICP sono state recentemente riviste al rialzo, con la *core inflation* (inflazione HICP che non include i costi legati a energia e cibo) che a novembre 2021 ha raggiunto il 2,6%<sup>181</sup>.

**Figura 30:** Andamento dell'inflazione armonizzata (HICP), USA vs UE



**Fonte:** Eurostat

Una volta raggiunto il punto di massimo nell'ultimo trimestre del 2021, l'inflazione dovrebbe rallentare nel corso del 2022 fino a raggiungere nel 2023 un valore pari all' 1,8%, così come affermato da Christine Lagarde in occasione dell'ultimo incontro della Bce tenutosi a dicembre.

Anche in questo caso però gran parte della variazione sarà spiegata dall'andamento del settore energetico, con il rallentamento dei costi energetici che inciderà per circa 2/3 della differenza stimata tra i due periodi.

Tuttavia, data la grande incertezza che accompagna quest'ultimo periodo, recentemente è nato un vero e proprio dibattito circa la temporaneità o meno del fenomeno inflattivo, con diversi economisti preoccupati dall'ipotesi che quest'accelerazione dei prezzi sia destinata a perdurare più a lungo di quanto inizialmente ipotizzato.

<sup>181</sup> Dati Eurostat

**Tabella 8: Inflazione arminizzata (HICP) negli Stati membri**

	<b>Nov 20</b>	<b>Jun 21</b>	<b>Jul 21</b>	<b>Aug 21</b>	<b>Sep 21</b>	<b>Oct 21</b>	<b>Nov 21</b>
EU-27	0,2	2,2	2,5	3,2	3,6	4,4	<b>5,2</b>
Euro area (EA-19)	-0,3	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1	<b>4,9</b>
Austria	1,1	2,8	2,8	3,2	3,3	3,8	<b>4,1</b>
Belgio	0,2	2,6	1,4	4,7	3,8	5,4	<b>7,1</b>
Bulgaria	0,3	2,4	2,2	2,5	4,0	5,2	<b>6,3</b>
Cipro	-1,1	2,2	2,7	3,3	3,6	4,4	<b>4,7</b>
Croazia	0,0	2,2	2,7	3,1	3,5	3,9	<b>4,7</b>
Danimarca	0,4	1,9	1,7	1,8	2,4	3,2	<b>3,8</b>
Estonia	-1,2	3,7	4,9	5,0	6,4	6,8	<b>8,6</b>
Finlandia	0,2	1,9	1,8	1,8	2,1	2,8	<b>3,5</b>
Francia	0,2	1,9	1,5	2,4	2,7	3,2	<b>3,4</b>
Germania	-0,7	2,1	3,1	3,4	4,1	4,6	<b>6,0</b>
Grecia	-2,1	0,6	0,7	1,2	1,9	2,8	<b>4,0</b>
Irlanda	-1,0	1,6	2,2	3,0	3,8	5,1	<b>5,4</b>
Italia	-0,3	1,3	1,0	2,5	2,9	3,2	<b>3,9</b>
Lettonia	-0,7	2,7	2,8	3,6	4,7	6,0	<b>7,4</b>
Lituania	0,4	3,5	4,3	5,0	6,4	8,2	<b>9,3</b>
Lussemburgo	-0,7	3,4	3,3	3,5	4,0	5,3	<b>6,3</b>
Malta	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7	1,4	<b>2,4</b>
Paesi Bassi	0,7	1,7	1,4	2,7	3,0	3,7	<b>5,9</b>
Polonia	3,7	4,1	4,7	5,0	5,6	6,4	<b>7,4</b>
Portogallo	-0,4	-0,6	1,1	1,3	1,3	1,8	<b>2,6</b>
Repubblica Ceca	2,8	2,5	2,7	3,1	4,0	4,8	<b>4,8</b>
Romania	1,7	3,5	3,8	4,0	5,2	6,5	<b>6,7</b>
Slovacchia	1,6	2,5	2,9	3,3	4,0	4,4	<b>4,8</b>
Slovenia	-1,1	1,7	2,0	2,1	2,7	3,5	<b>4,9</b>
Spagna	-0,8	2,5	2,9	3,3	4,0	5,4	<b>5,5</b>
Svezia	0,2	1,8	1,8	2,5	3,0	3,3	<b>3,9</b>
Ungheria	2,8	5,3	4,7	4,9	5,5	6,6	<b>7,5</b>

Fonte: Eurostat

**Tabella 9:** Contributo di alcuni aggregati sul tasso d'inflazione annuale in Europa

	Contributions						
	Nov 20	Jun 21	Jul 21	Aug 21	Sep 21	Oct 21	Nov 21
Food, alcohol & tabacco	0.36	0.15	0.35	0.43	0.44	0.43	<b>0.49</b>
> processed food, alcohol & tabacco	0.17	0.15	0.26	0.29	0.31	0.35	<b>0.39</b>
> unprocessed food	0.19	0.00	0.09	0.14	0.13	0.08	<b>0.10</b>
Energy	-0.82	1.16	1.34	1.44	1.63	2.21	<b>2.57</b>
Non-energy industrial goods	-0.07	0.31	0.17	0.65	0.57	0.55	<b>0.64</b>
Services	0.25	0.28	0.31	0.43	0.72	0.86	<b>1.16</b>

*Fonte:* Eurostat

Infatti, nonostante nei documenti economici pubblicati dalle istituzioni europee e statunitensi nella prima parte del 2021 l'inflazione attuale venisse presentata come un qualcosa di transitorio, diversi sono i fattori che potrebbero causare ulteriore pressione sui prezzi.

Molti di questi sono tra l'altro interdipendenti e potrebbero quindi rafforzarsi l'un l'altro.

Innanzitutto, ci si chiede se le recenti fluttuazioni dei prezzi delle materie prime siano connesse, come spesso accade, a movimenti reversibili dell'inflazione, di breve durata, o se sia in corso un "superciclo" delle materie che potrebbe influenzare più a lungo del previsto la dinamica dei prezzi. Ulteriori preoccupazioni sono legate ai colli di bottiglia, ossia alle limitazioni emerse dal lato dell'offerta. Queste hanno portato ad un forte aumento nei prezzi di alcuni beni specifici, dinamica che potrebbe protrarsi più a lungo di quanto precedentemente stimato.

La pandemia ha anche prodotto un enorme incremento nei risparmi delle famiglie, avendone limitato a lungo le possibilità di consumo. Fondamentale sarà capire come decideranno di allocare questi extra risparmi, infatti, nel caso in cui gran parte di essi fossero utilizzati per finanziare maggiori consumi, potrebbero fornire un forte impulso alla domanda e di conseguenza al livello dei prezzi<sup>182</sup>.

Ad ogni modo, dal disaccordo circa la temporaneità o meno del fenomeno ne è nato un intenso dibattito tra due teorie che potremmo definire concorrenti, quella del "team permanent", sostenuta da economisti del calibro di Larry Summers e Olivier Blanchard, e quella del "team transitory" capeggiato dal premio Nobel Paul Krugman.

I primi, più pessimisti, affermano che l'aumento dell'inflazione sia legato all'imponente pacchetto di stimoli fiscali e monetari messi in campo dai governi e dalle banche centrali, in quanto avrebbe contribuito al surriscaldamento dell'economia. Sostanzialmente, sarebbe stato iniettato nei conti

<sup>182</sup> J. Beckmann et al., European Parliament, Rising inflation: Transitory or cause for concern?, Monetary Dialogue Papers, Settembre 2021

correnti dei consumatori e nei bilanci di imprese e banche, più denaro di quello che l'economia sarebbe in grado di assorbire, con i prezzi che aumentano poiché la maggior quantità di moneta stimola la domanda di beni e servizi da parte di consumatori e imprese, senza che la produzione riesca ad adeguarsi. L'eccesso di domanda porterebbe quindi consumatori e imprese a contendersi i beni e i servizi disponibili, determinando un aumento dei prezzi.

I secondi invece sostengono che le cause dell'inflazione vanno ricercate principalmente nelle problematiche relative alla catena di approvvigionamento delle merci, dal momento che la crisi dei commerci mondiali legata alla pandemia ha intaccato seriamente tutto il sistema di distribuzione, facendo emergere una serie di limitazioni dal lato dell'offerta che hanno spinto verso l'alto il costo delle materie prime e delle altre merci. Questi sostengono perciò che il ritorno dell'inflazione non sia dovuto al fatto che l'economia starebbe operando oltre il proprio potenziale, ma piuttosto perché la crisi avrebbe provocato la scarsità di una serie di beni e materie prime, che a loro volta avrebbero causato un aumento dei prezzi di quelli ancora disponibili.

Nonostante però diversi dei problemi che stanno interessando la domanda e l'offerta siano stati inizialmente valutati come temporanei dalle istituzioni e da diversi economisti di fama mondiale, questi potrebbero potenzialmente condurre a un ulteriore aumento dei prezzi.

Se infatti i cittadini iniziassero a percepire l'inflazione come un fenomeno duraturo, modificherebbero di fatto le loro aspettative circa l'inflazione attesa in futuro, con i loro comportamenti che finirebbero per alimentare l'inflazione stessa (i consumatori anticiperebbero gli acquisti, prevedendo in futuro un costo maggiore per lo stesso tipo di bene o servizio).

La sfida principale per le banche centrali sarà quella di tenere sotto controllo l'inflazione, se infatti la modifica alla strategia d'inflazione della Bce (stessa strategia adottata recentemente anche dalla Fed) permetterà nel breve periodo di eccedere il valore target del 2% per tentare di ancorare le aspettative ad un livello che sia più alto rispetto a quello degli ultimi anni, un aumento dell'inflazione ritenuto eccessivo potrebbe far emergere un problema di opportunità per la Banca centrale europea.

Infatti, questa potrebbe mostrarsi riluttante nel contrastare l'incombere dell'inflazione con un aumento dei tassi, visto che un irrigidimento della politica monetaria avrebbe ripercussioni negative nei mercati finanziari, con le aziende che vedrebbero tagliate le prospettive di crescita, i flussi di cassa e di conseguenza anche il valore societario, e i governi che si troverebbero nuovamente ad affrontare considerazioni legate alla sostenibilità dei rispettivi debiti pubblici a causa delle peggiori condizioni di finanziamento.

Tuttavia, e qui nasce il problema di opportunità, se l'inflazione continuasse a galoppare e la Bce continuasse a mostrarsi contraria al rialzo dei tassi per non pregiudicare la vigorosa risposta post-pandemica, potrebbero emergere delle spiacevoli considerazioni circa l'effettiva capacità della Bce

di perseguire il suo obiettivo primario, la stabilità dei prezzi appunto, con le aspettative circa una maggior inflazione futura che finirebbero per dar ancor più vigore alla dinamica dei prezzi, richiedendo quindi un irrigidimento della politica monetaria maggiore rispetto a quello che sarebbe bastata in precedenza.

### **Quale futuro per l'Unione?**

Ancora non è ben chiaro quello che sarà il punto di arrivo per l'Unione. Diversi sono i fattori di incertezza che rendono di difficile previsione quelle che saranno le scelte e le ambizioni future. Abbiamo più volte fatto riferimento a come la gestione della crisi nel corso della pandemia vada vista come un qualcosa di decisamente innovativo, soprattutto se confrontata con quella alla crisi finanziaria, sia per il forte intervento centrale promosso dalle istituzioni in ambito fiscale sia per la risposta più repentina e corposa fornita dalla BCE.

Il paradigma dell'austerità sembrerebbe esser stato superato definitivamente con l'attivazione della clausola di salvaguardia del Patto, che ha permesso di aprire i cordoni dei bilanci nazionali, e con i tantissimi miliardi messi a disposizione dalle istituzioni nell'ambito del programma "Next generation EU".

Quest'ultimo, in particolare, rappresenta una grande innovazione sia dal punto di vista del finanziamento (titoli di debito comune), sia dal punto di vista della spesa che in termini di interazione tra Stati membri e istituzioni europee.

Rapporti che, come testimoniano le poche difficoltà affrontate dai 22 piani nazionali fin qui approvati (su 26 presentati), sembrerebbero decisamente migliorati, con gli Stati meno preoccupati da considerazioni legate all'azzardo morale.

Sembrerebbe quindi essersi instaurato un nuovo rapporto tra Commissione e Stati membri, più collaborativo, e meno guidato da logiche particolaristiche.

L'incognita principale sarà capire se questo cambiamento di atteggiamento, chiaramente espresso nella gestione della crisi recente, debba essere considerato come un qualcosa di strutturale o solo una grande misura "one-off". La partita si giocherà senz'altro nell'implementazione dei piani nazionali, sarà questo infatti l'elemento che determinerà le sorti dell'Europa nei prossimi anni, soprattutto per quanto riguarda i rapporti tra gli Stati membri.

Solo eliminando la reciproca diffidenza che da sempre guida le scelte degli Stati europei si potrà condurre l'Unione a sviluppi futuri che tendenzialmente potrebbero essere davvero positivi, come ad esempio promuovere una discussione circa la necessità di istituire una capacità fiscale centrale



permanente che completi l'Unione monetaria rendendola più coerente con le teorie sulle aree valutarie ottimali, cui si è accennato nel secondo capitolo.

L'elemento di fiducia reciproca è fondamentale, infatti, come ha affermato recentemente il Commissario europeo per gli affari economici e monetari, Paolo Gentiloni, bisogna evitare in questa fase che i Paesi si dipingano nel loro angolino ideologico.

Da queste considerazioni dipenderà anche l'esito della tanto attesa riforma del Patto che dovrà essere portata a compimento nel corso del 2022.

Le istituzioni e gli Stati membri saranno chiamati a trovare, nei pochi mesi che mancano all'inizio del 2023, un accordo credibile che migliori l'equilibrio tra le esigenze legate alla sostenibilità dei bilanci pubblici statali e la necessità di sostenere la crescita economica attraverso investimenti maggiori e di migliore qualità, orientandoli al contempo verso quelle che sono state già definite all'interno del Next generation EU come le principali sfide future.

Sarà inoltre importante rinforzare la natura anticiclica delle politiche fiscali e migliorare complessivamente l'attuale quadro normativo, rendendolo quanto più chiaro e trasparente, evitando che, come con le attuali regole, vengano lasciati agli Stati margini di discrezionalità e interpretazione troppo ampi.

Per comprendere quelle che sono le alternative sul tavolo, quando si è discusso circa l'attivazione della clausola di salvaguardia nel secondo capitolo sono state presentate brevemente le più autorevoli proposte di revisione del Patto fin qui presentate.

Molte hanno tratti in comune, tutte sono però accomunate dalla ricerca di una crescita più forte, equa e sostenibile, una maggiore attenzione agli investimenti e un monitoraggio che verifichi anche il "come" spendono gli Stati e non solo il "quanto".

Questo sarà senz'altro il punto di partenza per portare a termine una riforma credibile che permetta di superare i diversi problemi emersi nell'attuale modello di governance economica. Un modello che ancora una volta sarà chiamato a evolversi e crescere in risposta a eventi di crisi che scuotono il sistema e mettono in luce le criticità del modello precedente.

## CONCLUSIONE

Giunti al termine dell'elaborato è possibile esprimere alcune considerazioni circa le tematiche affrontate nel corso dei tre capitoli.

L'analisi svolta intende ripercorre l'evoluzione nel tempo della politica economica europea, tentando di fornire al lettore una corretta descrizione riguardo il funzionamento degli strumenti di cui le autorità fiscali e monetarie dispongono per raggiungere gli obiettivi preposti, evidenziando al contempo le debolezze emerse durante gli anni nell'affrontare le fasi più complicate affidandosi esclusivamente ad essi e le necessità quindi di far evolvere il sistema per adeguarlo alle mutate condizioni macroeconomiche.

La recente pandemia e la conseguente crisi che si è abbattuta sul mondo intero hanno infatti evidenziato le difficoltà che già si erano presentate in occasione della crisi finanziaria del 2008, con gli Stati incapaci di sostenere adeguatamente la perdita di prodotto mantenendosi all'interno dei vincoli imposti dalla normativa di bilancio, e le autorità monetarie che dispongono di spazio insufficiente per stimolare l'economia attraverso politiche volte al controllo dei tassi d'interesse. In entrambe le occasioni molti Stati europei hanno dovuto ricorrere a deficit di bilancio prossimi alla doppia cifra, tuttavia, diverse considerazioni hanno guidato le scelte delle istituzioni europee. Mentre in occasione della grande recessione si è cercata una soluzione all'interno dei meccanismi già esistenti, vista la riluttanza dei paesi meno colpiti nel condividere le sorti degli altri partecipando ad azioni straordinarie, recentemente invece, gli Stati sembrerebbero aver messo da parte le notorie preoccupazioni legate all'azzardo morale a causa della maggior simmetria con cui la crisi ha scosso l'intera Unione.

Sebbene anche nello scorso episodio di crisi gli Stati risposero con politiche fiscali decisamente accomodanti, la maggiore precarietà delle condizioni economiche determinò presto l'emergere di considerazioni legate alla sostenibilità dei debiti pubblici, con i mercati finanziari che iniziarono a paventare la possibilità che alcuni di essi potessero dichiarare default economico e le istituzioni che corsero ai ripari rendendo la disciplina di bilancio ancor più rigida, determinando la lenta e progressiva depressione della crescita economica e la caduta dei tassi d'interesse.

Tuttavia, questa volta le cose sembrerebbero andare diversamente. L'attivazione della clausola di salvaguardia contenuta nel Patto ha infatti permesso, e permetterà ancora nel corso del 2022 agli Stati di portare avanti politiche di bilancio espansive, mettendo per un po' di tempo da parte le considerazioni relative alla sostenibilità dei debiti pubblici che nel frattempo hanno raggiunto livelli senza precedenti in diversi paesi.

L'ulteriore stanziamento di risorse a livello centrale da distribuire sotto forma di prestiti e sovvenzioni agli SM negli anni a venire, oltre ad essere un unicum nella storia dell'Unione,

potrebbe rappresentare il segnale di una presa di coscienza da parte delle istituzioni circa l'importanza di disporre di una capacità centrale di bilancio per muovere velocemente le risorse verso le zone in cui ce n'è maggior bisogno, elemento di fondamentale importanza in un'unione monetaria soprattutto in questa fase in cui la politica monetaria non dispone del giusto spazio per stimolare la domanda aggregata attraverso una riduzione dei tassi.

Sebbene già negli anni precedenti alla diffusione del virus fosse evidente la necessità di rivedere le strategie adottate da entrambe le autorità, negli ultimi mesi sembrerebbe esserci stata una vera e propria presa di coscienza da parte delle istituzioni.

In questo senso va la scelta da parte della Bce di rivedere il proprio obiettivo di inflazione per tentare di radicare le aspettative ad un livello superiore e ristabilire pian piano gli strumenti convenzionali di cui dispone, che anticipa l'imminente discussione da parte delle autorità fiscali a proposito della necessaria revisione dell'attuale quadro di bilancio.

Risulta evidente, infatti, come le attuali regole, fondate su indicatori che nel tempo si sono rivelati impossibili da valutare, siano del tutto obsolete e incapaci di delineare percorsi di riduzione del debito che siano realisticamente raggiungibili senza che la crescita venga del tutto compromessa. Sacrificarla a cospetto di una più rigida disciplina di bilancio è ormai palese come non abbia portato i frutti sperati, visto e considerato che l'attuale sistema non garantisce agli Stati il sufficiente spazio per affrontare i periodi di crisi e non incentiva ad un utilizzo della politica di bilancio in chiave anticiclica durante le fasi di espansione.

Obiettivo dei policy makers europei dovrà essere quindi quello di ribilanciare i due obiettivi, garantendo maggior attenzione alla crescita economica. Per dirla con le parole utilizzate dal vicepresidente della Commissione europea, Valdis Dombrovskis, in occasione di un'intervista al quotidiano francese *Les Echos*, *"l'obiettivo sarà sia ridurre il debito che investire, con grande attenzione alla qualità e alla composizione della spesa pubblica"*.

I prossimi mesi saranno quindi cruciali per determinare le sorti dell'Unione, con gli Stati che saranno presto chiamati a superare la reciproca diffidenza che da sempre li contraddistingue, preconditione necessaria per permettere l'evoluzione del sistema nel senso auspicato.

Dal lavoro svolto emerge infatti il bisogno di ridiscuterne il contenuto, anticipando necessariamente la disattivazione della clausola prevista per il 2023.

Se finora infatti la stabilizzazione in Europa è stata garantita da un mutevole connubio di azioni fiscali e monetarie, nel tempo entrambe le autorità sembrerebbero essersi spinte al limite delle proprie possibilità, rendendo la revisione del sistema attuale un qualcosa di improrogabile.

## BIBLIOGRAFIA

1. Acocella N. e Di Bartolomeo G., European economic institutions: Stability or growth oriented?, *Acta Oeconomica*, Vol. 57, No. 1, 2007
2. Amtenbrink F., Legal Developments, in *JCMS*, 2012
3. Artis M.J. e Buti M., Close to Balance or In Surplus, A Policy Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact, *Journal of Common Market Studies*, 2000
4. Baldwin R. e Weder di Mauro B., Economics in the time of Covid-19, *VoxEU*, CEPR Press, 2020
5. Baldwin R. e Wyplosz C., L'economia dell'Unione Europea, Hoepli, 2005
6. Ball L., Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries, Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, 2014
7. Bańkowski K.e al., The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2021
8. Barrell R. e Dury K., Will the SGP Ever Be Breached, in *The Stability and Growth Pact – The Architecture of Fiscal Policy in EMU*, 2001
9. Bartsch e al., It's all in the mix – How monetary and fiscal policies can work or fail together, CEPR PRESS, GENEVA REPORTS ON THE WORLD ECONOMY 23, 2020
10. Beckmann J. e al., European Parliament, Rising inflation: Transitory or cause for concern?, *Monetary Dialogue Papers*, Settembre 2021
11. Beetsma R. e Larch M., EU Fiscal Rules: Further Reform or Better Implementation?, *ifo DICE Report*, Volume 17, 2019
12. Bentolila S. e al., When credit dries up: job losses in the Great Recession, *CEMFI Working Paper no. 1310*, 2015
13. Bernardini G. e Ercolani V., La risposta della politica di bilancio degli Stati Uniti al COVID-19 e un confronto con quella dell'area euro, *Banca d'Italia, Note Covid-19*, 2021
14. Bini Smaghi L., Conventional and unconventional monetary policy, *Discorso all'International Center for Monetary and Banking Studies (IMCB)*, 2009
15. Blanchard O. e al., *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, il Mulino, 2020
16. Blanchard O. e al., *Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards*, Peterson Institute for International Economics, 2021
17. Blanchard O. e al., *Revisiting the EU fiscal framework in an era of low interest rates*, Peterson Institute for International Economics, 2020
18. Blanchard O. e Summers L., Hysteresis and the European Unemployment Problem, capitolo in "NBER Macroeconomics Annual 1986 Volume 1", 1986

19. Blanchard O. e Zettelmeyer J., *The Italian Budget: A Case of Contractionary Fiscal Expansion?*, Peterson Institute for International Economics, 2018
20. Blanchard O., Gali J., *Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 2007
21. Blanchard O., *Public debt and low interest rates*, NBER (National Bureau of Economic Research), Working paper 25621, 2019
22. Blot C. e al., *Could the Euro Area Benefit From the US Stimulus Packages?*, US Macroeconomic Policy Response to COVID-19: Spillovers to the Euro Area, European Parliament, 2021
23. Bouzon J. e Durand G., *The reform of Stability and Growth Pact: Upholding a more flexible rule*, European Policy Centre, 2005
24. Brunila A., Buti M. e in't Veld J., *Cyclical stabilization under the Stability and Growth Pact: How effective are automatic stabilizers?*, Bank of Finland Discussion Papers, 2002
25. Buitler W.H., Corsetti G. e Roubini N., *“Excessive Deficits”:* Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, CEPR Discussion Papers, 1992
26. Buti M. e Larch M., *The Commission proposals for stronger EU economic governance: A comprehensive response to the lessons of the Great Recession*, VoxEU, CEPR Press, 2010
27. Buti M. e Messori M., *Euro area policy mix: From horizontal to vertical coordination*, Centre for economic research, CEPR POLICY INSIGHT No. 113, 2021
28. Chaturvedi N., *Italian, Spanish Bonds Are Pressured*, *The Wall Street Journal*, 2011
29. Collignon S., *The end of the Stability and Growth Pact?*, *International Economics and Economic Policy*, IEEP 1, 2004
30. Constâncio V., *The Return of Fiscal Policy and the Euro Area Fiscal Rule*, *Comparative Economic Studies* 62, 2020
31. Costamagna F., *Il coordinamento delle politiche economiche nell'ambito del Semestre europeo*, Contributo in volume dal titolo “Governance economica europea. Strumenti dell'Unione, rapporti con l'ordinamento internazionale e ricadute nell'ordinamento”, Editoriale Scientifica, 2015
32. Costamagna F., *The Impact of Stronger Economic Policy Coordination on the European Social Dimension: Issues of Legitimacy*, in M. Adams, F. Fabbrini, P. Larouche (a cura di), *The Constitutionalization of European Budget Constraints*, 2014
33. Costantini O., *The Eurozone as a Trap and a Hostage: Obstacles and Prospects of the Debate on European Fiscal Rules*, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, Volume 55 – 2020, compare in “After COVID-19: Rethinking Fiscal Rules in Europe, 2020

34. Cottarelli C., Giamusso F. e Porello C. , Politica di bilancio ostaggio della stima del Pil potenziale, lavoce.info, 2014
35. Darvas Z., Martin P. e Ragot X., European fiscal rules require a major overhaul, Bruegel and Corvinus University of Budapest, Policy Contribution, Issue n°18, 2018
36. De Grauwe P., Economia dell'unione monetaria, il Mulino, 2016
37. Debrun X. e al., Monetary-fiscal policy interactions in the euro area, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2021
38. Della Posta P., Vecchie e nuove teorie delle aree monetarie ottimali, Dipartimento di Scienze Economiche-Università di Pisa, 2003
39. DeLong J.B. e Summers L.H., Fiscal Policy in a Depressed Economy, Brookings Papers on Economic Activity, 2012
40. Delors J. e al., Committee for the study of economic and monetary union, Report on economic and monetary union in the European Community, 1989
41. Di Majo A., Democrazia di Bilancio e Governo delle Finanze pubbliche nella storia del Budgeting pubblico, Società Italiana di Economia Pubblica, Working paper 752, 2020
42. Dickmann R., Governance economica europea e misure nazionali per l'equilibrio dei bilanci pubblici, Studi di federalismi.it, Jovene, 2013
43. Ecochard P., Governance economica europea e coordinamento delle politiche economiche: il "semestre europeo", Istituzioni del federalismo: rivista di studi giuridici e politici, 2015
44. Ehnts D. e Paetz M., COVID-19 and its economic consequences for the Euro Area, Eurasian Economic Review, 2021
45. Eichengreen B., Is Europe an optimum currency area?, NBER Working Papers Series, 1991
46. Fatás A. e Mihov I., Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence, Journal of International Economics 55, 2001
47. Fatás A. e Mihov I., The case for restricting fiscal policy discretion, Cepr Discussion Paper, No. 3277, 2002
48. Fioramanti M., Padrini F. e Pollastri C., La stima del PIL potenziale e dell'output gap: analisi di alcune criticità, Ufficio parlamentare di bilancio, Nota n°1/ gennaio 2015
49. Gali J., Government size and macroeconomic stability, European Economic Review 38, 1994
50. Hansen A.H., Economic Progress and Declining Population Growth, The American Economic Review, Vol.29, No.1, 1939
51. Havik K. e al., The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps, European Commission, Economic Papers 535, Novembre 2014

52. Hristov A., Planas C., Roeger W. e Rossi A., NAWRU Estimation Using Structural Labour Market Indicators, European Commission, DISCUSSION PAPER 069, 2017
53. Kamps C. e Leiner-Killinger N., Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform, European Central Bank, Occasional Paper Series, 2019
54. Kostoris Padoa-Schioppa F., The 2005 Reform of the Stability and Growth Pact: Too Little, Too Late?, BEER paper n°6, Brueges European Economic Research Papers, 2006
55. Lagarde C., Monetary policy in a pandemic emergency, ECB Forum on Central Banking, 2020
56. McKinnon R.I., Optimum Currency Areas, American Economic Review, 1963
57. Meloni W.P. e Stirati A., Austerità in Italia: i sacrifici alimentano il debito, Economia e Politica, 2018
58. Mody A., The ghost of Deauville, articolo pubblicato su VoxEU, CEPR Press, 2014
59. Mundell R.A., Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review, 1961
60. Nugnes F., L'impatto della governance economica europea sulla decisione di bilancio, percorsi di diritto amministrativo, editoriale scientifica, ...
61. Pace L.F., La crisi del "sistema euro" (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni, Editoriale Scientifica, 2014
62. Padoa-Schioppa T., L'Europa verso l'unione monetaria. Dallo Sme al trattato di Maastricht, Einaudi, 1992
63. Padoa-Schioppa T., L'Unione monetaria europea e l'Italia, Associazione Italiana per gli Studi di Politica Estera, 1992
64. Pappa E., Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area, ECB forum on central banking, Central banks in a shifting world, 2020
65. Pfeiffer P. e al., The COVID-19 pandemic in the EU: Macroeconomic transmission and economic policy response, ECOFIN Discussion Paper 127, 2020
66. Pisani-Ferry J., "The Eurozone's Macroeconomic Framework: Does it matter? What should be done?", In Economic Reform in Europe: Priorities for the Next Five Years, edited by Roger Liddle and Maria João Rodrigues, Policy Network, 2004
67. Rodrik D., Why do more open economies have bigger governments?, Journal of Political Economy 106, 1998
68. Rossi L.S., Fiscal Compact e conseguenze dell'integrazione differenziata nell'Ue, compare nel testo "Il Fiscal Compact", a cura di G. Bonvicini e F. Brugnoli, IAI – Centro studi sul federalismo, 2012

69. Ruffert M., The European debt crisis and European Union law, Common Market Law Review, Volume 48, Issue 6, 2011
70. Saitto F., Ragionando sul Trattato di Maastricht come momento di “frattura”: processo di integrazione europea e trasformazioni del sistema economico, IL POLITICO (Univ. Pavia), 2019
71. Schilirò D., I criteri del Trattato di Maastricht, l’Europa e l’euro: debito pubblico in Italia e crescita, DESMaS “V. Pareto” Università degli Studi di Messina, 2002
72. Stansbury A. e Summers L., Productivity and Pay: Is the link broken?, Peterson Institute for International Economics, 2019
73. Stirati A., “Blanchard, the NAIRU, and Economic Policy in the Eurozone”, Institute of Economic Thinking (INET), 2016
74. Thygesen N., Beetsma R., Bordignon M. e al., Reforming the EU fiscal framework: Now is the time, VoxEU, CEPR Press, 2020
75. Verde A., Unione monetaria e nuova governance europea – Teorie, istituzioni, politica economica, Carocci editore,
76. Visco I., La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea, Intervento del Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco per il Seminario “Il federlismo in Europa e nel mondo”, Istituto di Studi Federalisti “Altiero Spinelli”, 2013
77. Von Hagen J. e Eichengreen B., Federalism, Fiscal Restraints, and European Monetary Union, American Economic Review, 1996
78. Whelan K., Implications for the Euro Area of US Macroeconomic Policies, European Parliament, 2001

## SITOGRAFIA

1. Banca Centrale Europea, Il consiglio direttivo della BCE approva la nuova strategia di politica monetaria  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html>
2. Commission of the european communities, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact, 03/09/2004 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/ALL/?uri=CELEX:52004DC0581>
3. Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Bilancio



- della strategia Europa 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, COM(2014) 0130, 2014 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM%3Aem0028>
4. Commissione europea, MEMO, Entra in vigore il “Two-Pack”: completato il ciclo di sorveglianza di bilancio e migliorata ulteriormente la governance economica per la zona euro, 2013 [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/MEMO\\_13\\_457](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/MEMO_13_457)
  5. Commissione europea, SURE – Lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_it)
  6. Communication from the Commission on Economic policy coordination in 2021: overcoming COVID-19, supporting the recovery and modernizing our economy, 2/06/2021, COM(2021) 500 final, 2021 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52021DC0500>
  7. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche, COM(2010) 250 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1591178965419&uri=CELEX:52010DC0250>
  8. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche per la stabilità, la crescita e l'occupazione – Gli strumenti per rafforzare la governance economica dell'UE, COM(2010) 367 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC0367>
  9. Comunicazione della Commissione europea, EUROPA 2020 – Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, COM(2010) 2020, 2010 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:IT:PDF>
  10. Comunicazione della Commissione europea, Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita, COM(2015) 12 final, 2015
  11. Comunicazione della Commissione, Quadro temporaneo per le misure di aiuti di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19, (2020/C 91 I/01), 2020 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ%3AJOC\\_2020\\_091\\_I\\_0001](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ%3AJOC_2020_091_I_0001)
  12. Consiglio dell'Unione europea, (7619/05), Allegato II alle Conclusioni della Presidenza, 22-23/03/2005 <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7619-2005-INIT/it/pdf>

13. Decisioni di politica monetaria, Banca Centrale Europea  
<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html>
14. Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE, Banca Centrale Europea  
[https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.it.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.it.html)
15. Direttiva 2011/85/UE del Consiglio relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri, 2011 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0085>
16. Eurobarometro, Flash Eurobarometer 501, The euro area, Dicembre 2021, 2021  
<https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2289>
17. Eurogruppo, Eurogroup Statement on the Pandemic Crisis Support, Comunicato stampa dell'8 maggio 2020, 2020 <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/05/08/eurogroup-statement-on-the-pandemic-crisis-support/>
18. Eurogruppo, Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic, Comunicato stampa del 9 aprile 2020, 2020  
<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>
19. European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance”, COM(2010) 367/2, 2010  
[https://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/euro/documents/com\\_2010\\_367\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/com_2010_367_en.pdf)
20. European Commission, EU Economic governance “Six Pack” enters into force, MEMO/11/898, 2011  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_11\\_898](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_11_898)
21. European Commission, European Economic Forecast, Autumn 2021, INSTITUTIONAL PAPER 160 / NOVEMBER 2021, 2021  
[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip160\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip160_en_0.pdf)
22. European Commission, FACTS AND FIGURES, The EU’s 2021-2027 long-term Budget and NextGenerationEU, 2021 <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d3e77637-a963-11eb-9585-01aa75ed71a1/language-en>
23. European Fiscal Board, Annual Report 2021, 2021  
[https://ec.europa.eu/info/publications/2021-annual-report-european-fiscal-board\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2021-annual-report-european-fiscal-board_en)

24. European Fiscal Board, Annual Report, 2020  
[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb\\_annual\\_report\\_2020\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/efb_annual_report_2020_en_1.pdf)
25. Eurostat database [https://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node\\_code=lan\\_use\\_ovw](https://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=lan_use_ovw)
26. H. Schmidt, Der Euro ist prima, in Handelsblatt, 17/06/2013  
<https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/interview-mit-altkanzler-schmidt-der-euro-ist-prima/8359974.html?ticket=ST-2459254-2EYXKfdNSEUqcOmJ9MkW-ap2>  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012>
27. International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery, June 2020, 2020  
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>
28. O. Blanchard, Europe Must Fix Its Fiscal Rules, Project Syndacate, 2019  
<https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-must-relax-budget-deficit-rules-by-olivier-blanchard-2019-06?barrier=accesspaylog>
29. Regolamento (UE) 2020/460 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30/03/2020  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0460>
30. Regolamento (UE) 2020/461 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30/03/2020  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32020R0461>
31. Regolamento (UE) N. 1173/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A32011R1173>
32. Regolamento (UE) N. 1174/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32011R1174>
33. Regolamento (UE) N. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0012:0024:IT:PDF>
34. Regolamento (UE) N. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A32011R1176>
35. Regolamento (UE) N. 1177/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011R1177>
36. Regolamento (UE) N. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, 2013 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:140:0001:0010:IT:PDF>
37. Regolamento (UE) N. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, 2013 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013R0473>
38. Regolamento del Consiglio dell'Unione europea, n°1466/1997 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A31997R1466>

39. Regolamento del Consiglio dell'Unione europea, n°1467/1997 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1997R1467:20050727:IT:PDF>
40. Revising the European Fiscal Framework, 2021  
[https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform\\_SGP.pdf](https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform_SGP.pdf)
41. Riformare il sistema fiscale europeo: le regole, lavoce.info, 2022  
<https://www.lavoce.info/archives/92539/riformare-il-sistema-fiscale-europeo-le-regole%e2%80%a8/>
42. Risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita, (97/C 236/01), 1997  
[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997Y0802\(01\)&from=DE](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997Y0802(01)&from=DE)
43. Sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, causa C-27/04, 13/07/2004  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62004CJ0027&from=EN>
44. Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (versione consolidata), 2012 <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:it:PDF>
45. Trattato sull'Unione Europea, 1992 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=HU>
46. Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria (noto come “fiscal compact”), 2012  
<https://www.consilium.europa.eu/media/20388/st00tscg26-it-12.pdf>
47. Ufficio parlamentare di bilancio, Le nuove indicazioni della Commissione europea sulla flessibilità nel Patto di stabilità e crescita, Focus tematico n°1, 2015  
[https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/01/Focus\\_1\\_Upb.pdf](https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/01/Focus_1_Upb.pdf)