

# Ripensare l'Unione Europea: Alla Ricerca di un Paradigma Economico e Politico per il Futuro

Prof. Paolo Canofari

---

RELATORE

Andrea Carducci Matr. 098752

---

CANDIDATO

*Ad Maiora Semper.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	4
---------------------------	---

## **CAPITOLO 1**

### ***Politica monetaria, fiscale e policy mix: Strumenti e sfide per la stabilità economica***

<b>1.1 Introduzione</b> .....	5
<b>1.2 La politica monetaria</b> .....	6
<b>1.2.1 Diversi tipi di politica monetaria</b> .....	8
<b>1.2.2 Problemi di trasmissione della politica monetaria</b> .....	9
<b>1.3 La politica fiscale</b> .....	9
<b>1.3.2 Efficacia della politica fiscale</b> .....	12
<b>1.3.3 Problemi legati alla politica fiscale</b> .....	13
<b>1.4 Il policy mix</b> .....	14
<b>1.4.1 La scelta di un policy mix ottimale</b> .....	17

## **CAPITOLO 2**

### ***Le politiche monetarie e fiscali nell'Unione Europea: dalla nascita al NextGenerationEU***

<b>2.1 BCE: Nascita e Struttura</b> .....	21
<b>2.2 Politiche Monetarie Convenzionali</b> .....	25
<b>2.3 Il Principale Limite Delle Politiche Monetarie Convenzionali</b> .....	26
<b>2.4 Politiche Monetarie Non Convenzionali</b> .....	28
<b>2.5 Attuale Quadro Fiscale Europeo</b> .....	32
<b>2.6 Un Caso Sui Generis: Il Next Generation EU</b> .....	34

## **CAPITOLO 3**

### ***Costruire il futuro: l'Unione Europea nell'Era del cambiamento***

<b>3.1 L'impatto decisivo sul futuro dell'Unione Europea</b> .....	36
<b>3.2 Oltre la Politica Monetaria: la necessità di un approccio integrato</b> .....	37
<b>3.3 Affrontare il Trilemma: una prospettiva sulla gestione</b> .....	42
<b>3.4 Un Virus trasformatore: l'impatto rivoluzionario del Covid-19</b> .....	43
<b>3.5 Immaginando il futuro: esplorazione di possibili scenari</b> .....	44
<b>3.6 Verso una nuova armonia: ricostruire l'ordine interno ed internazionale dell'Unione Europea</b> .....	48

<b>CONCLUSIONE</b> .....	50
--------------------------	----

<b>BIBLIOGRAFIA E INDICE DELLE FIGURE</b> .....	51
---	----

## INTRODUZIONE

L'economia dell'Unione Europea (UE) è soggetta a un costante processo di evoluzione e adattamento, influenzato da una serie di fattori interni ed esterni. La politica monetaria, lasciata agire da sola, non è più in grado di garantire stabilità economica in tempi normali e ripresa in tempi di crisi o di forti shock sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta. Al contrario, è fondamentale integrare l'attuale struttura europea con una capacità fiscale centralizzata, al fine di poter adottare un policy mix congruente che sia in grado di affrontare al meglio le sfide economiche attuali e future.

Per fare ciò, con il primo capitolo si esamineranno in dettaglio gli strumenti e le sfide legate alla politica monetaria, fiscale e al policy mix, a livello prettamente teorico. Si inizierà con un'analisi della politica monetaria, esplorando i diversi tipi di politica monetaria adottabili e i problemi che possono sorgere nella trasmissione degli effetti monetari all'economia reale. Successivamente, verrà affrontata la politica fiscale, valutando l'efficacia delle misure fiscali e le problematiche ad essa correlate. Infine, esamineremo il concetto di policy mix e l'importanza di scegliere un mix ottimale e congruente per raggiungere gli obiettivi di stabilità, crescita e ripresa economica.

Nel secondo capitolo invece, ci si concentrerà nell'analizzare il contesto delle politiche monetarie e fiscali all'interno dell'UE, dalla nascita della BCE conseguentemente al trattato di Maastricht. Esplorando anche la struttura della Banca Centrale Europea (BCE), si andranno ad evidenziare le politiche monetarie convenzionali e non convenzionali adottate nel corso degli anni. Inoltre, verrà fornita anche una panoramica sull'attuale quadro fiscale europeo e sull'introduzione del NextGenerationEU come un caso *sui generis* di intervento fiscale per affrontare le sfide economiche post-pandemia, che rappresenta un importante passo verso l'integrazione fiscale europea.

Nel terzo e ultimo capitolo, che costituisce il fulcro di questo lavoro, ci si concentrerà sulla costruzione del futuro dell'UE in un'epoca di grande cambiamento. Esaminando la necessità di adottare un approccio integrato che vada oltre la sola politica monetaria, si affronterà anche la questione del trilemma che l'UE si trova, ormai da più di un ventennio a dover gestire. Inoltre, l'impatto rivoluzionario del Covid-19, aprirà a possibili scenari futuri per l'UE, in cui verranno presentate 3 proposte per poter creare una capacità fiscale centralizzata, su tutte l'aumento della fornitura di *European Public Goods*.

Infine, si passerà al tema della costruzione di una nuova postura interna ed internazionale dell'Unione Europea, esplorando le sfide nonché le opportunità di cui essere consapevoli per costruire un futuro sostenibile e prospero nella complessa realtà economica attuale.

# CAPITOLO 1

## *Politica monetaria, fiscale e policy mix: Strumenti e sfide per la stabilità economica*

### 1.1 Introduzione

Questo capitolo si pone l'obiettivo di spiegare, comprendere e analizzare cosa sono le politiche monetarie, le politiche fiscali e l'adozione di mix di politiche economiche per far fronte a particolari situazioni che si potrebbero verificare o volti al raggiungimento di determinati obiettivi. Il capitolo seguirà una trattazione lineare e prevalentemente descrittiva di quelle che sono le particolarità di entrambe le politiche con annessi limiti che porteranno l'analisi a porre l'accento sui vantaggi dell'adozione di policy mix, ove le politiche monetarie e/o fiscali autonomamente non sono più sufficienti per assicurare stabilità, crescita e ripresa economica.

Fino alla fine degli anni 70 la politica fiscale veniva vista come lo strumento migliore per controllare l'economia, mentre la politica monetaria veniva di solito utilizzata per evitare fluttuazioni eccessive del tasso d'interesse<sup>1</sup>. A partire dagli anni 70 invece, si osservò una importante svolta nell'atteggiamento di molti politici ed economisti che iniziarono a vedere nella politica monetaria un ulteriore strumento di controllo, implementabile di pari passo con le politiche fiscali e che in alcuni casi rivela la politica monetaria più efficace di quella fiscale. In particolare, il legame causale diretto tra offerta di moneta e inflazione ha portato ad un interesse sempre crescente nei confronti dell'economia monetaria, come evidenziato in una delle opere più rilevanti a livello accademico, fornita da Milton Friedman a Anna Schwartz nel libro "Monetary History of the United States"<sup>2</sup>. Il controllo dell'inflazione divenne il principale obiettivo macroeconomico e per raggiungerlo vennero messe in atto politiche monetarie molto severe che in molti casi, prevedevano la fissazione di un livello inflattivo prestabilito mirato alla crescita dell'offerta di moneta.

Le principali banche che si erano avvalse di queste politiche furono la banca centrale degli Stati Uniti d'America (Fed) e la banca centrale d'Inghilterra (BoE) che però gradualmente le abbandonarono, poiché, raggiungere il target previsto si era dimostrato alquanto difficile soprattutto per la difficoltà di tenere sotto controllo gli aggregati monetari. L'unica banca centrale che continuò ad adottare tale strategia sino al 1999, fu la banca centrale di Germania (Bundes Bank).

A partire dal 1999, l'anno del lancio della moneta unica (Euro), a definire e ad attuare la politica monetaria nell'eurozona sarà la Banca Centrale Europea (BCE), quale organo indipendente da tutti i governi degli stati membri, dagli altri istituti bancari nazionali, e dalle istituzioni comunitarie

---

<sup>1</sup> Roncaglia, *Lineamenti Di Economia Politica*.

<sup>2</sup> Friedman e Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*.

sovranzionali. Si noti che l'indipendenza della banca centrale vuole impedire che la politica monetaria sia sfruttata per vantaggi prettamente politici di breve periodo, assicurando pertanto maggiore stabilità.

Adesso, spostando l'attenzione sull'analisi macroeconomica della politica monetaria di medio e lungo periodo, si analizzeranno concettualmente obiettivi e strumenti utilizzati.

Trasferendo le politiche monetarie in modo esclusivo in mano alla BCE, si può vedere come quest'ultima abbia adottato strategie di *monetary targeting* come obiettivo intermedio, in modo da controllare da un lato lo stock di moneta e dall'altro il livello di inflazione che si vuole mantenere pari al 2% (*inflation targeting*)<sup>3</sup>. Gli obiettivi della banca centrale soprattutto nel lungo periodo, sono stabiliti in modo da evitare o un aumento eccessivo dell'offerta di moneta che come brevemente accennato risulterebbe in un livello inflazionistico troppo elevato, o d'altra parte, una crescita inadeguata sulla base degli obiettivi comunitari che andrebbe pertanto a determinare una scarsità di credito con livelli d'inflazione troppo bassi, portando l'Unione Europea tutta ad affrontare periodi di deflazione e con alta probabilità di recessione economica, tenendo in mente che come analizzato da Friedman e Schwartz la politica monetaria diventa neutrale nel lungo periodo<sup>4</sup>.

## 1.2 La politica monetaria

Scendendo più nel dettaglio nella comprensione della politica monetaria vediamo che, essa consiste nelle decisioni della BCE che vanno ad influenzare il tasso d'interesse, controllando di seguito anche l'offerta di moneta. A differenza degli effetti delle politiche fiscali che sono più veloci, con le politiche monetarie, le variazioni del tasso di inflazione sono determinate da scostamenti del PIL reale dal PIL potenziale, impiegando del tempo per esprimersi.

Tenendo in mente che l'obiettivo di queste politiche è la stabilità dei prezzi, bisogna contrastare gli shock inflattivi e deflattivi che colpiscono l'economia. Se ad esempio si verificasse uno shock inflattivo che colpisce la domanda aggregata con l'economia che si trova al suo livello potenziale, l'unico effetto nel medio periodo sarebbe un aumento dei prezzi. La banca centrale, dal lato suo, per mantenere la stabilità dei prezzi aumenta i tassi d'interesse, così facendo le famiglie riducono i consumi e aumentano i risparmi, le imprese riducono gli investimenti e i prezzi rimangono stabili. È importante capire cosa si intende per stabilità dei prezzi, in quanto non si fa riferimento solo allo IAPC (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo per i paesi dell'Unione Europea), ma anche ad un tasso di crescita stabile e basso su un orizzonte di medio termine. Inoltre, l'obiettivo inflazionistico della BCE viene fissato al 2%, in quanto si ha un tasso d'inflazione ottimale che permette un margine

---

<sup>3</sup> Banca Centrale Europea, *Dichiarazione Sulla Strategia Di Politica Monetaria Della BCE*.

<sup>4</sup> *Ibidem* 2.

di misurazione per tenere conto della possibile sovrastima dei dati sull'inflazione, un margine di sicurezza rispetto ai rischi di deflazione, e assicurare eterogeneità poiché definendo l'obiettivo al di sopra dello zero si riduce la probabilità che alcuni paesi siano costretti ad avere tassi di inflazione eccessivamente bassi per controbilanciare eventuali paesi con tassi di inflazione più elevati.

Nel medio periodo, l'obiettivo del 2% è importante per diverse ragioni: seguire delle regole strumentali nella fissazione del tasso di interesse, come la *Taylor rule*<sup>5</sup> che indica l'orientamento della politica monetaria, evitare un eccessivo attivismo della BCE che potrebbe aumentare la volatilità di prezzi ed output e infine per tenere conto dell'incertezza che circonda gli shock economici e che colpiscono i paesi dell'Eurozona in modo diverso.

Assicurare la stabilità dei prezzi, soprattutto nel quadro europeo, è importante perché rende più facile prevederne l'andamento futuro, ovvero, il valore reale interno o potere d'acquisto della moneta stessa, svolgendo inoltre un importante ruolo segnaletico dei prezzi relativi ed effetti redistributivi.

Oltre alla stabilità dei prezzi, per la BCE è altrettanto importante assicurare anche una stabilità finanziaria, in quanto quest'ultima va ad interagire con la politica monetaria in due modi:

1. La BCE deve fornire liquidità alle banche quando il mercato interbancario si blocca giocando il ruolo di *prestatore di ultima istanza*.
2. La politica monetaria influenza direttamente la stabilità finanziaria in quanto con tassi d'interessi bassi si incentivano le banche a concedere prestiti a rischio più elevato (*moral hazard*) e con il *quantitative easing*<sup>6</sup> a far aumentare il prezzo dei titoli e il livello d'inflazione.

Per concludere possiamo quindi dire che il primo fine della politica monetaria non è tanto quello di crescita o riduzione delle disuguaglianze, quanto piuttosto di mantenere la fiducia nella moneta nel lungo periodo.

---

<sup>5</sup> Nel calcolare il tasso d'inflazione da inserire nella regola di Taylor si fa ricorso o al valore complessivo (totale) dell'inflazione o a quella che viene definita "core inflation" per escludere i prodotti con i prezzi più volatili come quelli energetici o di alimenti freschi.

Non necessariamente la BCE ha come obiettivo l'output gap, tutta via è un indicatore che misura l'eccesso della domanda sull'offerta e quindi delle potenziali tensioni inflazionistiche.

Aumentare il tasso d'interesse serve a limitare l'inflazione futura.

<sup>6</sup> Si tratta di una politica messa in atto dalle Banche centrali per "creare moneta" mediante l'acquisto di titoli di Stato o altre obbligazioni sul mercato. Aumentando la quantità di denaro prestata a gli istituti di credito attraverso operazioni di mercato aperto (transazioni in borsa a sostegno della moneta), la BCE fornisce liquidità al sistema quando i prestiti concessi a famiglie e imprese calano pericolosamente per numero e consistenza ed elimina dal mercato i cosiddetti "titoli tossici", quelli cioè poco remunerativi e molto rischiosi.

### **1.2.1 Diversi tipi di politica monetaria**

Focalizzando ora l'attenzione su quelle che sono le politiche monetarie attuate della BCE, che si ricorda essere la responsabile della politica monetaria attraverso il controllo diretto esercitato sull'offerta di moneta, si nota che, la politica monetaria viene attuata tramite operazioni di mercato aperto, in cui la banca centrale decide se porre in atto politiche monetarie restrittive o espansive. La politica monetaria restrittiva si adotta quando l'economia necessita un rallentamento limitando il supporto finanziario dovuto ad un livello d'inflazione più alto del target stabilito e consiste nella vendita di titoli in cambio di moneta che viene distrutta, riducendone di conseguenza l'offerta. Una vendita di titoli determina quindi un tasso di interesse più elevato e un reddito più basso.

La politica monetaria espansiva invece, si adotta quando l'economia è in recessione o necessita di una spinta spesso legata a livelli di disoccupazione elevati e consiste nell'acquisto di titoli da parte della banca centrale che vengono pagati con moneta creata dalla stessa banca centrale, aumentandone l'offerta. Si arriva così ad un nuovo equilibrio in cui il tasso d'interesse è più basso, mentre il reddito più elevato. Si noti infatti che con tassi più bassi le persone saranno disposte a detenere una quota minore del portafoglio in titoli e una quota maggiore in moneta (e viceversa per la vendita di titoli). Il passaggio tra i due equilibri si basa su un meccanismo di trasmissione svolto su più fasi, in quanto, l'aumento (diminuzione) dell'offerta di moneta genera uno squilibrio di portafoglio, con un eccesso (carenza) di moneta. L'acquisto (vendita) di titoli da parte della banca centrale provoca un aumento (diminuzione) del prezzo degli stessi, riducendone (aumentandone) il rendimento. La riduzione (aumento) dei tassi di interesse provoca un aumento (diminuzione) della spesa per gli investimenti, accrescendo (diminuendo) la domanda aggregata e il reddito. Un aumento (diminuzione) del livello del reddito implica un incremento (diminuzione) della domanda di moneta a scopo transizionale e in una certa misura anche del tasso di interesse.

### 1.2.2 Problemi di trasmissione della politica monetaria

Arrivati a questo punto di analisi, è fondamentale esplorare quelli che sono frequentemente chiamati *problemi di trasmissione* e che possono essere di 2 tipi:

1. *Riluttanza delle banche a concedere prestiti*, in questo caso anche se il tasso si abbassa e vi è una maggiore richiesta di credito, le banche potrebbero decidere di non erogare prestiti per problemi legati alla solvibilità dei debitori.

2. *Trappola della liquidità*, ovvero un aumento dell'offerta di moneta che non modifica il tasso di interesse in quanto a quel tasso il pubblico è disposto a detenere qualsiasi ammontare di moneta in forma liquida anziché utilizzarla in attività fruttifere quali appunto i titoli. Questo scenario si potrebbe facilmente verificare quando il tasso si avvicina o è pari allo zero. È importante notare inoltre, che in caso di trappola della liquidità, con tassi di interesse molto bassi, la banca centrale ha poche opzioni per stimolare l'economia attraverso la politica monetaria, dato che, oltre alla trappola della liquidità si potrebbe raggiungere o addirittura superare il cosiddetto *limite inferiore effettivo* (*effective lower bound – ELB*), ovvero, il livello minimo che la banca centrale può raggiungere per i tassi di interesse a breve termine attraverso le sue operazioni di politica monetaria. Solitamente, questo limite si aggira anch'esso intorno allo 0%, poiché difficilmente la banca centrale adotta tassi di interesse negativi. In sintesi, il contemporaneo verificarsi della trappola della liquidità e del raggiungimento del limite inferiore effettivo porta la banca centrale a non avere più opzioni per stimolare l'economia attraverso la politica monetaria, necessitando spesso la complementare adozione di politiche fiscali che verranno analizzate nella prossima sezione, arrivando a creare il c.d. *policy mix* in cui politica fiscale e monetaria si completano mutualmente.

In un contesto nel quale la politica monetaria risulta inefficace, poiché il mercato si dimostra poco reattivo alle variazioni dei tassi di interesse, l'economia esprime una capacità produttiva lontana da quella potenziale nonostante un costo del denaro molto basso, il che potrebbe stimolare, almeno in teoria, consumi e investimenti. In questi casi, sulla base delle teorie keynesiane, sarà opportuno ricorrere a stimoli di tipo fiscale piuttosto che monetari per permettere al sistema economico di tornare ai suoi livelli ottimali. Pertanto, nella prossima sezione, verrà fornita una spiegazione di quelle che sono le politiche fiscali e i relativi effetti sul sistema economico.

### 1.3 La politica fiscale

La programmazione economica è il piano coordinato e coerente di interventi di politica economica valido per un numero di anni stabilito, in cui la politica fiscale gioca un ruolo molto importante per il perseguimento di obiettivi macroeconomici. L'obiettivo della politica fiscale è pertanto, il controllo della domanda aggregata al fine di mantenerla ad un livello tale da evitare da un lato la recessione e dall'altro l'aumentare dell'inflazione.

Per politica fiscale si fa riferimento all'utilizzo, da parte del governo, del bilancio pubblico volto al perseguimento della crescita economica, dell'occupazione, garantendo una stabilità dei prezzi e un'attenuazione degli eccessi del ciclo economico<sup>7</sup>. Tutto ciò è reso possibile grazie alla variazione delle modalità di imposizione fiscale e dei programmi di spesa pubblica, definendo chi tassare, quanto tassare, quanto spendere e come spendere. Si noti inoltre che, l'imposizione fiscale e la spesa pubblica sono talvolta considerati *stabilizzatori automatici* dell'economia ovvero, strumenti del sistema fiscale, che contribuiscono ad attenuare, senza alcun intervento ad hoc di politica economica le fluttuazioni del prodotto derivanti da variazioni della domanda autonoma. Esempi di stabilizzatori automatici sono le imposte sul reddito (proporzionali e progressive) nonché i sussidi di disoccupazione tramite la spesa pubblica. Per quanto riguarda le prime, all'aumentare del reddito nazionale, aumenta anche il gettito fiscale, con una conseguente diminuzione del reddito disponibile delle famiglie e naturalmente questo effetto sarà maggiore se le imposte sul reddito sono progressive. Per quanto riguarda invece la spesa pubblica, si avrà un effetto analogo, in quanto, la spesa in sussidi per la disoccupazione diminuiranno se, grazie ad un aumento del reddito nazionale, si osserva una riduzione del tasso di disoccupazione, con l'effetto di limitare l'aumento del reddito nazionale e tenere nell'immediato l'economia sotto controllo.

Il funzionamento di stabilizzatori automatici, inoltre, produce effetti sia sul ciclo economico, poiché riduce il valore del moltiplicatore<sup>8</sup>, nel caso della variazione di una componente della domanda autonoma (ad es. un calo degli investimenti), sia sul bilancio pubblico, poiché determina un andamento ciclico del saldo di bilancio (aumento del disavanzo in caso di recessione e riduzione del disavanzo in fase di boom).

Caratteristica essenziale della politica fiscale è quella di avere importanti interrelazioni con il bilancio pubblico in quanto, la modificazione della dimensione delle spese e/o delle entrate di uno stato, incidono sul saldo di bilancio e pongono un problema di finanziamento intertemporale. Per evitare problemi di finanziamento, a livello teorico si fa utopisticamente riferimento al concetto di *pareggio di bilancio* in cui il gettito fiscale è uguale alla spesa pubblica. Supponendo però che, per un qualsivoglia motivo, il governo riduca le imposte, si andrà a formare un *gap* tra entrate e uscite, generando il c.d. *disavanzo pubblico* in cui si affronta una maggior spesa pubblica conseguentemente

alle minori entrate fiscali di cui sopra. Economicamente parlando, il disavanzo, corrisponde alla spesa in beni e servizi, più gli interessi, meno le imposte al netto dei trasferimenti.

Bisogna fare attenzione però a non confondere i termini disavanzo e debito, in quanto, il debito è una variabile di stock che rappresenta quindi, quanto il governo deve ai suoi finanziatori come risultato dei disavanzi di bilancio passati, il disavanzo, invece, è una variabile di flusso che rappresenta quanto il governo ha preso a prestito durante un certo anno.

Specularmente al disavanzo, è importante nominare il concetto di *avanzo pubblico* o *surplus*, in cui il gettito fiscale è maggiore rispetto alle uscite statali e il surplus generato sarà utilizzato per ripagare il debito accumulato negli anni.

### 1.3.1 Diversi tipi di politica fiscale

Passando all'analisi di quelle che sono le principali politiche fiscali che i governi possono utilizzare, e non considerando gli stabilizzatori automatici come politiche in quanto, come già visto, non c'è un vero e proprio intervento da parte dello stato, come nel caso delle politiche monetarie descritte sopra anche queste sono di due tipi, ovvero, *politiche fiscali restrittive* e *politiche fiscali espansive*, le quali vengono più comunemente chiamate *politiche fiscali discrezionali*.

Una politica fiscale espansiva consiste in un aumento della spesa pubblica e/o in una riduzione delle imposte, favorendo un aumento della domanda aggregata per dar luogo a un incremento più che proporzionale del reddito nazionale.

Una politica fiscale restrittiva consiste invece, in un aumento della tassazione e/o in una diminuzione della spesa pubblica, volta ad una diminuzione della domanda aggregata e da luogo ad una diminuzione del reddito nazionale.

Oltre alla definizione di politica fiscale, è importante capire perché un governo decida discrezionalmente di formulare una determinata politica andando ad influenzare la domanda aggregata. Esso potrebbe, ad esempio, attuare una politica espansiva per evitare una recessione economica dovuta a disequilibri rilevanti nell'economia, analogamente però, potrebbe adottarne una di tipo restrittivo per prevenire un'inflazione eccessiva.

In secondo luogo, per mitigare le fluttuazioni del ciclo economico, lo stato aggiusta il livello di domanda aggregata così che il livello effettivo di produzione non sia molto diverso dall'*output*

---

<sup>7</sup> Sloman e Garratt, *Essentials of Economics*.

<sup>8</sup> Il moltiplicatore fiscale è il rapporto tra una variazione del reddito nazionale e il cambiamento nella spesa pubblica che la causa. Più in generale, il moltiplicatore di spesa esogeno è il rapporto tra una variazione del reddito nazionale e un qualsiasi cambiamento autonomo della spesa (spesa per investimenti privati, spesa dei consumatori, spesa pubblica o spesa degli stranieri sulle esportazioni del paese) che lo causa.

*potenziale*, minimizzando l'*output gap*<sup>9</sup>. Infine, la politica fiscale può anche essere usata per modificare l'offerta aggregata, in quanto potrebbe aumentare o diminuire la spesa pubblica in infrastrutture e/o concedere incentivi fiscali a favore degli investimenti.

### **1.3.2 Efficacia della politica fiscale**

Arrivati a questo punto, è importante capire quanto efficace è la politica fiscale, in quanto, essa dipende da una serie di fattori che ne potrebbero influenzare anche significativamente i risultati. Il primo fattore da tenere in considerazione è la previsione delle precisioni, in quanto, il governo deve agire il più rapidamente possibile per evitare un problema di eccesso di domanda e/o di offerta. Infatti, la politica fiscale potrebbe avere effetti ritardati nel tempo qualora il governo dovesse impiegare troppo tempo a riconoscere la natura del problema, pianificare e deliberare una modifica della strategia fiscale. Inoltre, occorrerà altro tempo prima che i risultati della nuova politica si manifestino, portando a degli effetti addirittura destabilizzanti per l'economia qualora dovesse subire dei consistenti ritardi.

Come secondo fattore, si deve tenere in considerazione la prevedibilità delle variazioni di spesa pubblica e tassazione, e di quanto esse influenzano i prelievi e le immissioni del flusso circolare del reddito.

In terzo luogo, la scansione temporale degli effetti è necessaria per prevedere l'ampiezza degli effetti della politica fiscale, quando avranno luogo e quanto dureranno. Questo perché, come già visto, qualora la politica dovesse avere effetti ritardati, il suo effetto sarà notevolmente ridotto nel modificare le fluttuazioni economiche.

---

<sup>9</sup> L'*Output gap* è il quoziente della differenza tra quanto Pil potrebbe ottenere il Paese al massimo delle sue potenzialità e quanto, invece, ottiene realmente. Dato che non è possibile capire il valore del Pil di un'economia al massimo del suo potenziale, come metro di riferimento si utilizza la piena occupazione, perché porta alla massima produzione possibile. In alternativa, si inseriscono su un grafico i valori del Pil degli ultimi anni, per capire qual è la tendenza per il prossimo futuro, quindi il Pil potenziale.

### 1.3.3 Problemi legati alla politica fiscale

Per concludere l'analisi della politica fiscale, come fatto precedentemente per la politica monetaria, bisogna evidenziare quelli che sono i limiti o in questo caso gli effetti collaterali che questo tipo di politiche potrebbero innescare. Ripartendo dall'obiettivo principale, ovvero, il controllo della domanda aggregata, si evidenziano degli effetti poco desiderabili, *in primis*, la c.d. *inflazione da costi*. Un surriscaldamento dell'economia e un aumento dell'inflazione potrebbero portare il governo ad aumentare la pressione fiscale, provocando da un lato, una diminuzione della domanda aggregata, dall'altra, un aumento della pressione fiscale sui consumi e sul reddito delle imprese che sarà riversato in buona parte sui consumatori sotto forma di prezzi più elevati, generando un'ulteriore pressione al rialzo dei salari. Inoltre, alcune politiche fiscali potrebbero entrare in contrasto con vari programmi sociali, mettendo a rischio *il benessere e la giustizia distributiva*. Solitamente, quando un governo taglia la spesa pubblica per far fronte ad alti livelli di inflazione, i tagli si ripercuotono sulle classi sociali svantaggiate, che più dipendono dallo stato sociale (*welfare state*) e dai beni pubblici (i.e. sanità).

Infine, si potrebbe creare il fenomeno dello *spiazzamento*, in cui l'aumento totale del flusso circolare del reddito è inferiore all'aumento della spesa pubblica. Ricorrendo a politiche fiscali *pure*<sup>10</sup>, lo stato, dovrà indebitarsi con famiglie e imprese emettendo titoli del debito pubblico, dovendo competere con il settore privato per ottenere finanziamenti, pagando tassi di interesse più elevati, conseguentemente scoraggiando le imprese nelle attività di investimento e le famiglie nel domandare credito. Affrontando un calo del consumo e degli investimenti, si andrà a compensare l'aumento della spesa pubblica, annullando la possibilità di aumento della domanda aggregata, che sappiamo essere l'obiettivo prefissato dalle politiche espansive.

In generale si può dire che mettere in atto politiche fiscali attive è rischioso per gli stati, infatti, essi spesso preferiscono adottare un approccio prevalentemente passivo, in cui, la spesa pubblica e il gettito fiscale vengono seguiti anno dopo anno fissando un obiettivo di fabbisogno finanziario, aggiustando entrate ed uscite di conseguenza. In questo caso, l'alternativa alla politica fiscale è la politica monetaria che, come sappiamo, interviene direttamente sull'offerta di moneta e sui tassi di interesse. Diventa chiaro a questo punto, la necessità di una complementare adozione e cooperazione tra politiche monetarie e politiche fiscali per assicurare non solo stabilità economica ma anche crescita e ripresa in caso di forti shock, grazie all'adozione di *policy mix ad hoc*.

---

<sup>10</sup> Una politica fiscale pura è una politica in cui lo stato non finanzia un aumento del disavanzo di bilancio aumentando l'offerta di moneta.

## 1.4 Il policy mix

Dopo aver analizzato la politica fiscale e la politica monetaria, si potrebbe legittimamente discutere quale dei due strumenti sia più efficace come strumento di stabilizzazione. La politica fiscale, dal canto suo, non è sufficientemente efficace in un ruolo di stabilizzazione, infatti, il ruolo di stabilizzazione macroeconomica viene spesso lasciato in mano alla politica monetaria. D'altra parte, però, si è visto come la politica monetaria possa cadere nella trappola di liquidità e diventare di fatto neutrale ai cambiamenti sistemici che potrebbero verificarsi. Alla luce di questi e altri motivi, spesso le politiche fiscali, così come quelle monetarie, devono essere accompagnate l'una dall'altra per permettere un mutuale raggiungimento degli obiettivi.

Partendo dalla definizione di cos'è un *policy mix* o *mix di politiche economiche*, si nota che un mix di politiche monetarie e fiscali dipende dalle condizioni economiche del paese e dagli obiettivi del governo. Un approccio coordinato tra politiche monetarie e fiscali può aiutare a raggiungere obiettivi macroeconomici, come la stabilità dei prezzi, la crescita economica e la riduzione della disoccupazione. Tuttavia, un uso inappropriato o sbagliato di queste politiche può portare a effetti collaterali indesiderati come l'instabilità dei prezzi, un aumento del disavanzo pubblico con conseguente aumento dell'indebitamento pubblico. La storia e la letteratura economica ci insegnano che, il ruolo e le interazioni della politica monetaria e fiscale dipendono dal contesto economico<sup>11</sup>. Questo, a sua volta, è determinato sia da fattori strutturali che tendono a rimanere relativamente fissi nel tempo, o a cambiare con una frequenza molto bassa, sia da fattori temporanei, che fanno fluttuare le principali variabili macroeconomiche lungo tendenze di lungo periodo<sup>12</sup>.

I fattori strutturali riguardano, ad esempio, la tecnologia e il progresso tecnologico, le preferenze dei consumatori, la struttura istituzionale, la distribuzione delle famiglie e delle imprese in termini di età, partecipazione al lavoro, ricchezza e reddito, e la produttività. Tutti questi fattori contribuiscono a determinare la crescita potenziale, il livello dei tassi di interesse reali a lungo termine e dell'occupazione, la trasmissione delle decisioni di politica monetaria e fiscale all'interno dell'economia.

I fattori temporanei, invece, derivano da cambiamenti inattesi dell'ambiente economico (*shock economici*), che tendono a influenzare temporaneamente la domanda o l'offerta di beni, servizi, credito e attività finanziarie e il grado di incertezza che gli agenti devono affrontare quando devono prendere decisioni economiche. Questi fattori determinano le fluttuazioni economiche delle variabili reali e monetarie. A volte i cambiamenti che inizialmente sembrano temporanei diventano

---

<sup>11</sup> Bassetto e Sargent, *Shotgun Weddings between Fiscal and Monetary Policies*.

<sup>12</sup> Ferrero, Pisani, e Tasso, *Policy Mix during a Pandemic Crisis: A Review of the Debate on Monetary and Fiscal Responses and the Legacy for the Future*.

permanenti, a causa di effetti di isteresi (*hysteresis effect*)<sup>13</sup>. Ad esempio, gli shock economici che determinano un aumento della disoccupazione o una riduzione dell'offerta di credito possono determinare una riduzione permanente del reddito, della crescita economica e del progresso tecnologico. I lavoratori che diventano disoccupati possono avere difficoltà a trovare un lavoro simile a quello che avevano e per il quale avevano accumulato capitale umano. Più a lungo durerà questa difficoltà, maggiore sarà la perdita di capitale umano accumulato e più difficile sarà trovare un lavoro simile a quello perso. Le imprese innovative e giovani possono trovare difficoltà nell'ottenere credito bancario, soprattutto quando una crisi colpisce l'economia. Più a lungo persiste questa difficoltà e meno imprese sono in grado di ottenere fondi, minore sarà l'innovazione tecnologica e la crescita economica futura.

I fattori temporanei e i fattori strutturali caratterizzano in modo diverso i contesti economici "normali" e quelli "in evoluzione". Il primo è caratterizzato da una struttura economica relativamente stabile e da fluttuazioni economiche contenute, che non generano fenomeni di isteresi. Per descrivere i movimenti nel tempo delle principali variabili economiche in un ambiente "normale", la teoria economica fa riferimento a variazioni cicliche intorno a uno stato stazionario (o equilibrio di lungo periodo). Un contesto economico "mutevole", invece, può avere origine da forti variazioni inattese originate nel settore finanziario (ad esempio, la crisi finanziaria globale e la crisi del debito sovrano), nei settori reali (ad esempio, la crisi pandemica), oppure da cambiamenti strutturali dell'economia. I cambiamenti strutturali possono riguardare la struttura demografica della società, il processo di innovazione tecnologica (ad esempio, la transizione verso la digitalizzazione della società), le preferenze (ad esempio, in termini di avversione al rischio delle famiglie), l'ambiente istituzionale (la comparsa di nuovi modelli di business che sostituiscono quelli vecchi). Quando il cambiamento del contesto è causato da un forte shock, l'economia potrebbe raggiungere un nuovo equilibrio di lungo periodo, dopo che gli effetti temporanei sono svaniti. In un ambiente in evoluzione, invece, gli agenti economici possono avere bisogno di tempo per adattarsi alla "nuova normalità". La distinzione tra questi due ambienti è importante perché influisce anche sul ruolo che la politica monetaria e fiscale svolgono all'interno dell'economia.

In un ambiente "normale" la politica monetaria, non potendo influenzare in modo permanente le variabili reali di lungo periodo, dovrebbe contrastare le fluttuazioni cicliche, in particolare per preservare la stabilità dei prezzi e mantenere la crescita in linea con il potenziale, mentre le politiche fiscali discrezionali anticicliche sono considerate inefficaci<sup>14</sup>. Questo avviene perché, in primo luogo, la politica fiscale discrezionale soffre inevitabilmente di ritardi nell'attuazione come descritto sopra e

---

<sup>13</sup> L'isteresi economica è la situazione di disoccupazione esistente nell'economia, causata dal malfunzionamento del mercato del lavoro, che tende a persistere anche dopo aver eliminato le cause che l'hanno prodotta.

<sup>14</sup> Eichenbaum, *Some Thoughts on Practical Stabilization Policy*.

quindi potrebbe non essere lo strumento più appropriato nel mezzo di una "normale" recessione. In secondo luogo, l'effetto di uno stimolo fiscale in "tempi normali" come, ad esempio, l'aumento di un euro del deficit pubblico genera meno di un euro di produzione aggiuntiva. Una delle principali spiegazioni di questo risultato è legata alla lungimiranza delle famiglie, le quali quando decidono quanto consumare e risparmiare, tengono conto del flusso di tutti i loro redditi futuri attesi. Un'ulteriore ragione alla base dei moltiplicatori fiscali è legata allo spiazzamento degli investimenti privati: se il governo aumentasse il proprio debito, dovrebbe pagare un tasso di interesse più alto per indurre gli investitori ad acquistarlo, rendendo così meno attraente il finanziamento dei piani di investimento privati. La politica fiscale, invece, deve preoccuparsi di massimizzare la crescita a lungo termine e di attuare politiche redistributive, in modo da preservare sempre la sostenibilità del debito e le scelte fiscali sono soggette al vincolo di bilancio intertemporale dell'autorità fiscale.

In un contesto "mutevole", questa distinzione potrebbe non essere netta. In alcune circostanze estreme, l'efficacia della politica monetaria nel sostenere la domanda aggregata è messa a dura prova, mentre alcune misure fiscali che ridistribuiscono le risorse nel tempo diventano più efficaci. Le difficoltà della politica monetaria convenzionale nel gestire la domanda derivano dalla combinazione di diversi fattori, sia temporanei che strutturali. Un esempio importante, riprendendo l'analisi della politica monetaria di cui sopra, è dato dall'interazione tra la riduzione dei tassi di interesse reali (probabilmente dovuta a fattori strutturali) e la presenza del limite inferiore effettivo (*ELB*) sui tassi di interesse nominali. Quando i tassi raggiungono il loro limite inferiore effettivo, non possono essere utilizzati per contrastare gli effetti di una recessione. Di conseguenza, possono essere necessari strumenti non convenzionali come ampi programmi di acquisto di titoli per abbassare ulteriormente i tassi di interesse nell'economia e stimolare i consumi e gli investimenti. Tuttavia, anche queste misure non convenzionali potrebbero risultare meno efficaci del necessario.

L'elevata incertezza sulla "nuova normalità" è un'ulteriore caratteristica di un contesto "in evoluzione" che può rendere il settore privato meno sensibile a misure che operano principalmente attraverso variazioni dei tassi di interesse. L'elevata incertezza potrebbe comprimere gli investimenti delle imprese, richiedendo quindi l'intervento di investimenti pubblici, riducendo il rischio di un effetto spiazzamento. Inoltre, in un contesto mutevole in cui i fattori strutturali modificano il comportamento di famiglie e imprese, la probabilità di raggiungere rapidamente il limite inferiore effettivo può aumentare anche se i cambiamenti non influiscono sul tasso di interesse naturale. Ciò è legato al fatto che, in questo contesto, anche i responsabili delle politiche potrebbero essere incerti su alcuni aspetti della struttura economica. In un contesto "normale", in cui i cambiamenti avvengono molto lentamente e gli shock che colpiscono l'economia non sono molto persistenti, la banca centrale dovrebbe adottare il c.d. "*principio di Brainard*", secondo il quale, le risposte della politica

dovrebbero essere relativamente più gradualisti e prudenti. Invece, in un contesto di rapidi cambiamenti dove gli effetti degli shock sono più persistenti, il principio di Brainard potrebbe essere invertito<sup>15</sup>, in quanto una reazione graduale aumenterebbe il rischio di de-ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, e quindi conviene essere più aggressivi. Di conseguenza, il limite inferiore effettivo viene raggiunto rapidamente anche nei casi in cui il livello dei tassi ufficiali è inizialmente relativamente alto. Per evitare questo esito, la politica fiscale dovrebbe estendere temporaneamente il suo ruolo al di sopra di quello redistributivo e di crescita a lungo termine.

#### 1.4.1 La scelta di un policy mix ottimale

È necessario, a questo punto soffermarsi ulteriormente sull'interazione tra politica monetaria e fiscale, in quanto, come evidenziato da Bartsch nel report di Ginevra sull'economia mondiale<sup>16</sup>, durante periodi di crisi le autorità fiscali e monetarie non solo dovrebbero essere consapevoli di dover agire insieme per fornire stimoli sufficienti, ma devono anche e soprattutto essere consapevoli di dipendere l'uno dall'altra per quanto riguarda lo spazio di policy sia nel breve che nel lungo periodo. Infatti, in alcuni casi, diventando complementari, l'utilizzo di una politica, sia essa fiscale o monetaria, andrebbe a creare più spazio per l'altra. Inoltre, è importante notare che diversi mix di politica economica hanno diverse conseguenze sulla crescita, sull'inflazione, sulla concorrenza e sulla sostenibilità fiscale e finanziaria. Per riuscire a capire ancora meglio come funziona e come si implementa un mix di politiche economiche si fa spesso riferimento al c.d. *Tobin's funnel*<sup>17</sup> (Imbuto di Tobin), pertanto, dobbiamo immaginare un imbuto posto al di sotto di due rubinetti che rappresentano rispettivamente la politica fiscale e quella monetaria. Ogni politica produce uno stimolo diverso che finisce poi per sommarsi all'altro e ciò che esce dall'imbuto rappresenta la spesa nominale aggregata che riassume i consumi privati e pubblici, investimenti ed esportazioni nette, tutti in termini nominali. Tobin insiste sul concetto di domanda aggregata, sottolineando che, come principali determinanti le due politiche sono sostitutive e pertanto le autorità responsabili delle due politiche possono aumentare o ridurre gli stimoli a patto che i due "rubinetti" lavorino senza intoppi e che la riduzione di uno stimolo da una parte sia compensato dall'altro. La conclusione che ne deriva è che, solo la politica monetaria così come solo quella fiscale non possono indipendentemente modificare i prezzi e/o gli output, mentre l'utilizzo contemporaneo e continuo delle due sì. A questo punto è importante rispondere alla seguente domanda: se è vero che le diverse combinazioni delle due politiche permettono il raggiungimento dello stesso assetto macroeconomico, quale

---

<sup>15</sup> Ferrero, Pietrunti, e Tiseno, *Benefits of gradualism or costs of inaction? Monetary policy in times of uncertainty*.

<sup>16</sup> Bartsch, Bénassy-Quéré, Corsetti e Debrun, *It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*.

<sup>17</sup> Tobin, *The Monetary-Fiscal Mix in the United States*.

combinazione ottimale dovrebbe essere scelta?

Una risposta a questa domanda è che, mentre tutti gli strumenti in definitiva influenzano tutti gli obiettivi attraverso il sistema economico, alcuni strumenti possono essere nella posizione migliore per raggiungere obiettivi specifici, cioè, sono più “efficaci”. Quindi, ogni strumento dovrebbe essere assegnato a un obiettivo a seconda della loro efficacia relativa. D'altra parte, si richiama anche l'attenzione sulla necessità di programmare il mix di politiche verso l'intera gamma di obiettivi desiderabili nel breve e nel lungo periodo, come ad esempio la sostenibilità del debito e/o la competitività. Qualora l'obiettivo dovesse essere una minore pressione sulla bilancia dei pagamenti, bisognerebbe contrarre la domanda interna, creando di conseguenza più spazio per la domanda esterna (*export*) e premiando maggiormente i capitali e arginando i deflussi, la politica monetaria risulta più efficace di quella fiscale. L'aumento dei tassi d'interesse volto all'attrazione e/o al mantenimento di capitali e gli effetti di contrazione monetaria devono poi essere compensati da una politica fiscale espansiva.

Come detto all'inizio di questo paragrafo, un buon policy mix dev'essere stabilizzante, pertanto, per procedere è necessario analizzare ulteriormente il contributo di quest'ultimo alla stabilità della produzione e dei prezzi e per poterlo fare, è necessario introdurre una tassonomia.

Un orientamento economico che tende a stabilizzare la crescita economica e l'occupazione è detto anticiclico, in caso contrario può essere aciclico, non avendo un impatto sistemico sull'attività economica, oppure pro-ciclico, che tende ad amplificare le fluttuazioni. Naturalmente, esistono altri obiettivi oltre alla stabilità macroeconomica, tra cui promuovere l'efficienza economica e migliorare le disuguaglianze di reddito attraverso tasse e trasferimenti. Sebbene perseguire questi obiettivi può a volte essere in conflitto con la stabilizzazione (ad esempio, colmare lacune nelle infrastrutture pubbliche mentre l'economia cresce al di sopra del suo livello potenziale), non c'è motivo di credere che debba necessariamente esserlo. Al contrario, un ambiente macroeconomico instabile non fa altro che complicare il lavoro dei responsabili nel perseguimento di altri obiettivi.

Proseguendo con la tassonomia, si nota che, ci sono tre grandi tipi di policy mix. Il primo prevede che entrambe le politiche abbiano un orientamento anticiclico ed è pertanto definito *congruente*, gli altri due tipi sono invece costituiti da un mix *divergente* quando entrambi gli strumenti producono impulsi opposti (uno pro-ciclico, uno anticiclico) e infine un mix *destabilizzante*, quando entrambi gli strumenti amplificano l'oscillazione dell'output.

Solitamente, una stabilizzazione macroeconomica efficace richiede un orientamento generale della politica macroeconomica anticiclico, in quanto, non esiste a priori una classifica “universale” secondo la quale un mix congruente sarebbe sempre e comunque migliore di uno divergente e viceversa. Infatti, la pro-ciclicità della politica fiscale o di quella monetaria potrebbe essere auspicabile in base

agli obiettivi e alla loro efficacia. Ad esempio, per fornire uno stimolo in caso si dovesse cadere nella trappola della liquidità, le autorità monetarie potrebbero impegnarsi in una *forward guidance*<sup>18</sup> e impegnarsi a mantenere un orientamento relativamente lasco per un periodo prolungato, anche se le condizioni economiche iniziano a migliorare. Qualora dovessero mantenere la promessa (essenziale per la loro credibilità), ci si può aspettare che l'orientamento monetario diventi intenzionalmente aciclico o addirittura pro-ciclico.

Si potrebbe anche pensare a situazioni in cui la stabilizzazione potrebbe richiedere un mix destabilizzante, quando ad esempio c'è un'improvvisa interruzione del flusso di capitali esteri. Un'improvvisa interruzione potrebbe innescare una contrazione fiscale pro-ciclica, mentre diventa necessario un inasprimento della politica monetaria volta ad evitare un eccessivo deprezzamento della valuta e/o un livello inflazionistico indesiderato.

Da un punto di vista economico, le politiche pro-cicliche sono desiderabili nella misura in cui bisogna evitare che si verifichino eventi peggiori come una crisi finanziaria sistemica. Quindi, se un consolidamento fiscale durante un periodo di crisi può prevenire una contrazione molto più profonda evitando il crollo del sistema finanziario, il moltiplicatore fiscale nell'ambito dell'austerità fiscale è solitamente elevato e i tagli di bilancio possono solo danneggiare l'attività economica per lungo tempo.

Ritornando al concetto di congruenza citando Okun<sup>19</sup>, si nota che, mantenere un policy mix congruente, in media, nel corso del ciclo economico porta ad un vantaggio fondamentale. La combinazione di politiche deve essere valutata in base alla sua efficacia nel garantire stabilità sia nel breve che nel lungo periodo, pertanto, è fondamentale mantenere il più ampio spazio di manovra possibile, nell'interesse di una prospettiva macroeconomica, finanziaria e fiscale stabile. Per dirla in altro modo, bisogna evitare che le due politiche si fondino in un unico strumento *de facto*, o di rendere inefficace una di esse a causa di un debito eccessivo, un'eccessiva assunzione di rischi o di qualsiasi altro motivo. Pertanto, è importante notare che, un mix congruente può mitigare due rischi, il primo consiste nell'evitare di sovraccaricare gli strumenti a disposizione, in quanto un mix divergente potrebbe richiedere un sovraccarico di una politica nel compito di fornire un appropriato orientamento anticiclico, rispondendo sia al ciclo economico che all'impulso pro-ciclico dell'altra politica, spingendo uno strumento all'angolo e facendo pertanto cadere la nozione di mix.

---

<sup>18</sup> In economia la *forward guidance*, o *forward policy guidance*, è uno degli strumenti a disposizione di una banca centrale per esercitare il proprio potere in politica monetaria al fine di condizionare, con i propri annunci, le aspettative dei mercati sui futuri livelli dei tassi di interesse sul costo del denaro. Lo scopo è quello di raggiungere determinati obiettivi macroeconomici che l'istituzione si è prefissa, come il ribasso dei tassi d'interesse a lungo termine o lo stimolo agli investimenti e alla spesa aggregata.

<sup>19</sup> Okun, *Potential GNP: Its Measurement and Significance*.

Il secondo rischio è quello di generare squilibri che erodono progressivamente lo spazio fiscale e/o monetario, limitando la capacità di stabilizzazione complessiva della politica macroeconomica.

Riassumendo si può dire che, un policy mix ottimale oltre a dipendere dalle differenti situazioni e ambienti economici in cui ci si può trovare, dipende anche e soprattutto dal coordinamento congiunto tra autorità fiscali e monetarie le quali condividono lo stesso obiettivo. Esse coordinandosi devono trovare una soluzione non solo cooperativa ma soprattutto Pareto-efficiente del problema. Tuttavia, anche in questo caso non mancano i problemi, in quanto, le diverse istituzioni e i responsabili del problema potrebbero non avere gli stessi obiettivi o preferenze, arrivando di fatto ad un fallimento del coordinamento. Uno dei principali problemi è che il processo con cui vengono prese le decisioni fiscali e monetarie seguono logiche separate e specifiche per la competenza di ciascuna autorità, in quanto obiettivi, tempi e meccanismi di responsabilità sono diversi per entrambe. Di conseguenza, mentre la cooperazione routinaria sotto forma di scambio di informazioni ha luogo regolarmente, un coordinamento *ex-ante* finirebbe probabilmente per far prevalere le considerazioni di natura fiscale sulle altre. Queste difficoltà possono essere in parte aggirate attraverso regole che aiutino ciascuna autorità ad anticipare la politica dell'altra, anche se l'esperienza con ulteriori regolamentazioni non è del tutto convincente, soprattutto sul versante fiscale. Naturalmente, ciò non implica che, nei momenti di maggiore necessità di stabilizzazione, i responsabili delle due politiche non debbano sfruttare la complementarità tra i due strumenti.

Per concludere, si può dire che, le interazioni tra politica monetaria e politica fiscale sono abbastanza diverse quando lo spazio di manovra è limitato e quando gli strumenti operano contro i loro vincoli come ad esempio il raggiungimento della ELB da parte della politica monetaria convenzionale e gli alti costi di prestito per quelle fiscali. In questo caso non solo sono necessarie entrambe le politiche, ma perseguendo l'espansione di una politica si può creare spazio di manovra aggiuntivo per l'altra, facendo diventare le due politiche complementari e strategiche, in quanto la giusta cooperazione è necessaria per realizzare il mix desiderato. La sfida è assicurarsi che tale stretta interazione non vada a spese della perdita di credibilità dei *policymakers*, una credibilità che negli ultimi trent'anni, si è basata purtroppo su una netta separazione dei poteri monetari e fiscali.

## CAPITOLO 2

### *Le politiche monetarie e fiscali nell'Unione Europea: dalla nascita al NextGenerationEU*

#### **2.1 BCE: Nascita e Struttura**

Dopo aver disaminato a livello prettamente teorico quelli che sono gli strumenti di politica monetaria, di politica fiscale e cos'è un policy mix, in questo secondo capitolo è importante contestualizzare i vari concetti per capire ed analizzare come essi vengono effettivamente implementati nel contesto europeo dalle varie istituzioni, prima fra tutte la BCE (Banca Centrale Europea). Si è parlato prima di indipendenza della banca centrale, ed è allora importante capire come la BCE è strutturata, come lavora, e soprattutto come sono divisi i poteri decisionali.

Nel 1992, con la firma e la successiva entrata in vigore del TUE (Trattato sull'Unione Europea), si ha un'intensificazione dei rapporti tra gli Stati aderenti, che porta alla creazione della moneta unica (Euro), le cui banconote entreranno ufficialmente in circolazione circa un decennio dopo, il 1° Gennaio 2002<sup>20</sup>. Oltre alla creazione della moneta unica però, nel 1999, l'elemento di maggiore innovazione previsto dal TUE fu proprio la creazione di una istituzione sovranazionale dotata di elevato potere sulla moneta, la BCE, a cui viene affidato il compito di attuare in autonomia, completa indipendenza e discrezionalità la politica monetaria dell'intera eurozona.<sup>21</sup>

Alla nascita della BCE, segue la creazione di un ulteriore istituto, ovvero, il SEBC<sup>22</sup> (Sistema Europeo di Banche Centrali), che comprende tutte le banche centrali nazionali facenti parte dell'eurozona, ma anche, dalle restanti banche nazionali non aderenti che mantengono la propria autonomia circa l'attuazione della loro politica monetaria nazionale.

Come ogni banca, anche la BCE, ha un proprio capitale sociale a disposizione congiuntamente ad uno stato patrimoniale. Il capitale sociale e il bilancio della BCE<sup>23</sup> sono di proprietà congiunta delle banche centrali nazionali dei 28 Stati Membri dell'UE e le loro quote sono calcolate sulla base del peso percentuale della popolazione e del PIL (Prodotto Interno Lordo) di ciascuno Stato Membro rispetto al totale dell'UE e vengono adeguate ogni cinque anni. Come si può facilmente notare, gli Stati Membri detengono una quota significativa del capitale sociale, mentre una frazione minima del 3,75% è attualmente in possesso di banche centrali nazionali situate al di fuori dell'eurozona.

Una volta spiegata la nascita delle BCE, è di fondamentale importanza capirne il suo funzionamento e/o procedimento decisionale, che è diviso in 3 principali organi: Consiglio Direttivo, Comitato

---

<sup>20</sup> Unione Europea, *L'euro - Storia e Finalità*.

<sup>21</sup> Treccani, *Banca Centrale Europea*.

<sup>22</sup> Treccani, *Sistema Europeo Di Banche Centrali (SEBC)*.

<sup>23</sup> Banca Centrale Europea, *Sottoscrizione Del Capitale*.

Esecutivo e Consiglio Generale.

Partendo dall'organo principale, ovvero il Consiglio Direttivo<sup>24</sup>, esso è composto dal presidente della BCE, dal vicepresidente della BCE, da 4 membri del Comitato Esecutivo e dai 20 governatori delle BCN (Banche Centrali Nazionali). Il Consiglio Direttivo è il principale responsabile nella formulazione della strategia di politica monetaria nell'eurozona, e nella votazione Italia, Francia, Germania, Spagna e Olanda condividono 4 voti, mentre i restanti 15 ne condividono 11.

Come secondo organo troviamo il Comitato Esecutivo<sup>25</sup> composto da, presidente e vicepresidente della BCE insieme a 4 membri eletti dal Consiglio Europeo, e responsabile sostanzialmente di quella che dovrà essere l'attuazione della politica monetaria precedentemente decisa.

Il terzo e ultimo organo è il Consiglio Generale<sup>26</sup>, anch'esso composto da presidente e vicepresidente della BCE, insieme ai 27 governatori delle BCN degli stati membri dell'UE. Quest'ultimo organo, non avendo potere decisionale, serve ad aumentare la collaborazione tra gli Stati oltre che a raccogliere informazioni e statistiche utili per la BCE.

Spostando l'analisi e tornando a quelle che sono le funzioni principali assegnate alla BCE, è altrettanto importante capire come il TFUE (Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea) regoli e delinea le competenze assegnate all'istituzione stessa. L'art. 127<sup>27</sup> individua 4 compiti principali ovvero, definizione e attuazione della politica monetaria dell'eurozona, svolgimento delle operazioni sui cambi, detenzione e gestione delle riserve ufficiali dei paesi dell'eurozona e promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Oltre alle citate competenze, la BCE ha un diritto esclusivo per quanto concerne l'emissione di euro banconote.

Il TFUE torna ad essere di fondamentale rilevanza nell'analisi e nella comprensione dell'importanza dell'avere una BCE indipendente. Come già analizzato nel primo capitolo, i compiti principali delle banche centrali sono quelli di mantenere una stabilità dei prezzi e quindi un sano livello inflazionistico. Pertanto, l'art. 107 sancendo che: *“Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo Statuto del SEBC, né la BCE né una Banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai Governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i Governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle Banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”* assicura un grado di indipendenza dalle decisioni politiche, consolidando così il ruolo di solo attore

---

<sup>24</sup> Banca Centrale Europea, *Consiglio Direttivo*.

<sup>25</sup> Banca Centrale Europea, *Comitato Esecutivo*.

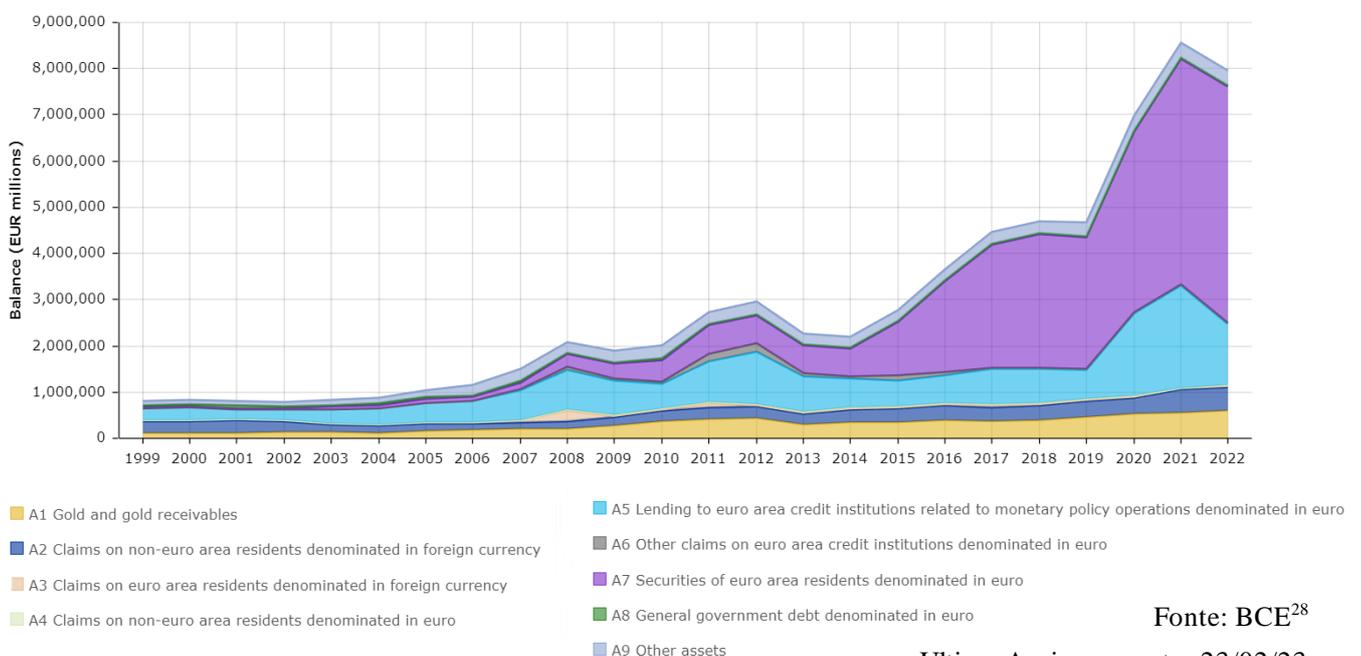
<sup>26</sup> Banca Centrale Europea, *Consiglio Generale*.

<sup>27</sup> Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, *TFUE*.

protagonista nell'attuazione della politica monetaria e nel mantenimento della stabilità dei prezzi. Avere una BCE totalmente indipendente funge da deterrente all'emergere di tendenze inflazionistiche in risposta alle richieste politiche di immediato sostegno elettorale, in quanto, soccombendo a queste pressioni, si potrebbe incoraggiare un'applicazione miope e opportunistica del potere della BCE di stampare moneta. Inoltre, i politici spesso favoriscono livelli più elevati di indipendenza per le banche centrali, in particolare quando si tratta di prendere decisioni che potrebbero produrre benefici a lungo termine anche se potrebbero non essere ben accolte dal pubblico a breve termine. Delegando la responsabilità d'azione alla BCE, gli attori politici possono proteggersi da qualsiasi protesta pubblica a breve termine, certi che la banca centrale gestirà la situazione di conseguenza.

Nonostante i grandi benefici derivanti dall'indipendenza, un grande limite che va in parte a sfavore della completa indipendenza della BCE è proprio il mancato coordinamento della politica monetaria con quella fiscale, in quanto, il raggiungimento di una maggiore efficienza e stabilità macroeconomica derivi proprio da questo coordinamento come verrà dimostrato nel prossimo capitolo. Prima di passare all'analisi degli strumenti utilizzati dalla BCE nel corso degli anni per il raggiungimento degli obiettivi, è importante riprendere il concetto di bilancio analizzato sopra e capire come esso si sia evoluto negli anni, soprattutto alla luce di eventi che hanno contribuito alla modifica dello stesso per poter soddisfare tutte le più disparate esigenze.

**Figura 1: Evoluzione del bilancio della BCE**



Fonte: BCE<sup>28</sup>

Ultimo Aggiornamento: 23/02/23

<sup>28</sup> European Central Bank, *Eurosystem Balance Sheet*.

Il grafico mostra chiaramente l'evoluzione del bilancio della BCE dall'inizio del ventunesimo secolo fino ad oggi, sottolineando, ove necessario, come nel corso degli ultimi due decenni l'eurozona ha affrontato particolari periodi di incertezza che hanno fortemente influenzato la composizione del bilancio stesso. La prima grande crisi che la BCE ritrova ad affrontare è proprio quella del 2008, scoppiata in seguito al fallimento della Lehman Brothers. La mancanza di fiducia nella solvibilità dei partecipanti al mercato monetario interbancario ha fatto sì che avvenisse un trasferimento di riserve in eccesso presso i depositi della BCE, questo perché alla luce della crisi appena iniziata, le banche hanno provato, attraverso operazioni di mercato aperto, a soddisfare gli obblighi di riserva nel periodo di mantenimento.

La crisi del 2008 ha continuato ad avere un forte impatto su tutta l'eurozona portando ad un secondo periodo di instabilità due anni più tardi, nel 2010, con lo scoppio della crisi del debito sovrano<sup>29</sup>. Durante questo secondo periodo di instabilità, inizia un periodo di aumento delle operazioni di rifinanziamento, di acquisto di obbligazioni garantite con il c.d. CBPP (*Covered Bond Purchase Programme*) e di bond dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi che va ad accompagnare poi, una quantità sempre crescente di trasferimenti delle riserve presso la BCE.

Nonostante gli sforzi compiuti però, nel corso dei due anni successivi al 2010, ci si trova ad affrontare un periodo delineato da molteplici dubbi sull'euro e dai risultati negativi emersi dalla gestione della crisi che portano la BCE e tutta l'eurozona ad un nuovo momento di instabilità. Nel 2012 si nota una variazione del bilancio mai raggiunta fino a quel momento, dovuta alle varie operazioni di mercato aperto condotte fino a quel momento. Nello stesso anno allora, per rivitalizzare il sistema monetario interbancario e le numerose banche debentrici verso la BCE, viene annunciato un programma di aggiustamento macroeconomico che va sotto il nome di OMT (*Outright Monetary Transactions*) con l'obiettivo di aprire un periodo di restituzione dei debiti, che porta ad un sostanziale aumento nel bilancio della stessa banca centrale per quanto riguarda le passività seguito da un aumento delle operazioni di mercato aperto dal lato delle attività.

Come chiaramente dimostrato dal grafico, dal 2015 in poi, il bilancio della BCE ha subito continui aumenti, dovuto soprattutto al fatto che l'istituzione stessa si sia sostanzialmente concentrata nell'attuare politiche monetarie espansive volte all'aumento di liquidità all'interno del sistema economico.

Grazie all'esponentiale aumento dell'acquisto di titoli emessi da residenti dell'eurozona i c.d. *Securities of Euro Area residents denominated in Euro*, si spiega la grande variazione di bilancio, ed è proprio grazie a questo fenomeno che gli effetti del Q.E. (*Quantitative Easing*) promosso proprio nel 2015 riescono ad essere sintetizzati.

---

<sup>29</sup> De Grauwe, *Economics of Monetary Union*.

Con lo scoppio della crisi pandemica nel 2020, la BCE si trova a gestire nuovamente un periodo caratterizzato non solo da grande instabilità ma soprattutto da difficile interpretazione e previsione. Dall'inizio della pandemia, il sostanziale aumento del bilancio può essere spiegato in seguito all'introduzione del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) che prevede di nuovo l'acquisto di obbligazioni con l'obiettivo di fornire liquidità e sostenere l'economia dell'area Euro. L'analisi condotta evidenzia quindi modifiche significative nel bilancio della BCE, notando inoltre che le riserve in eccesso giocano ora un ruolo cruciale nelle passività, mentre le attività comprendono principalmente titoli a lungo termine, inclusi quelli privati oltre a quelli pubblici.

## **2.2 Politiche Monetarie Convenzionali**

Dopo un'analisi del bilancio è necessario adesso analizzare gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE per far fronte alle differenti situazioni in cui l'economia dell'eurozona si è trovata nel corso degli ultimi anni. Essi vanno divisi prima di tutto in strumenti di politica monetaria convenzionali e strumenti di politica monetaria non convenzionali.

I primi sono strumenti utilizzati quando l'economia non richiede interventi particolarmente invasivi per stabilizzarsi, spiegando difatti il frequente impiego e utilità nel riportare il sistema economico in una situazione di equilibrio, mentre i secondi vengono utilizzati quando il mercato subisce alterazioni più profonde che necessitano l'introduzione di misure "non convenzionali" proprio per il loro carattere di eccezionalità, a cui come vedremo, la BCE ha fatto spesso ricorso in luce delle molteplici crisi affrontate negli anni e soprattutto in mancanza di strumenti di politica fiscale centralizzata che costituiscono un tassello mancante nell'attuale struttura europea, rimarcando il ruolo della politica monetaria e quindi della BCE come unico attore protagonista<sup>30</sup>.

Nonostante gli strumenti di politica monetaria convenzionali risultino essere molteplici, in questa sezione, per rimanere in linea con gli obiettivi della trattazione, si esamineranno solo le operazioni di mercato aperto (Open Market Operations, OMOs). La BCE utilizza le OMOs come strumento per regolare il flusso di base monetaria all'interno dell'eurozona. Esse consistono nell'acquisto e/o vendita di titoli con controparti autorizzate e regolamentate come gli istituti finanziari o banche che operano direttamente con la banca centrale. Attraverso queste operazioni, la BCE riesce a mantenere stabili i tassi di interesse, regolare le condizioni di liquidità nel mercato e segnalare la sua posizione di politica monetaria. La BCE è inoltre la responsabile dell'avvio di operazioni di mercato aperto e del dettaglio dei metodi tecnici, come il tipo di strumento, e le condizioni che devono essere rispettate come i tassi di interesse e le scadenze<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Buti, Von Hagen, e Turrini, *Euro Area Fiscal Policies and the Crisis*.

<sup>31</sup> Rakic, *Politica Monetaria Europea*.

Diversi tipi di OMOs possono essere attuate dalla BCE, utilizzando sia tassi fissi che variabili, tra le più importanti vi sono le c.d. MROs (Main Refinancing Operations-Operazioni di rifinanziamento principali), condotte settimanalmente dalla BCE stabilendo a priori la liquidità da immettere e avvalendosi del meccanismo dell'asta per l'assegnazione dei fondi. Altre tipologie di operazioni sono le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine i c.d. pronti contro termine<sup>32</sup> a tre mesi e che hanno cadenza mensile, e le operazioni di *fine tuning* finalizzate sia all'immissione ma anche all'assorbimento della liquidità.

Queste operazioni impattano sul bilancio della BCE, in quanto, si registra un aumento dei titoli in portafoglio, aumentando l'attivo patrimoniale e grazie ad un aumento delle riserve, un aumento della passività. È importante notare che quando la BCE, invece di acquistare, vende titoli si ha una simile struttura ma con processi opposti.

### **2.3 Il Principale Limite Delle Politiche Monetarie Convenzionali**

Le politiche monetarie convenzionali sono limitate dal già citato ELB (Effective Lower Bound) e dal ZLB (Zero Lower Bound), poiché per riportare l'economia in una situazione di stabilità, la BCE può utilizzare il tasso di interesse nominale abbassandolo a seconda della situazione che si sta affrontando, per aumentare i consumi e gli investimenti con conseguente miglioramento dell'economia. È proprio nell'adozione di questa strategia che la BCE potrebbe portare i tassi di interesse nominali ad un livello troppo basso raggiungendo o superando i limiti di cui sopra. Ma perché è importante non arrivare a questo tipo di scenario?

Per quanto riguarda il limite inferiore effettivo (ELB), è importante tenere il livello dei tassi al di sopra di esso, in quanto, al di sotto di questa soglia la politica monetaria convenzionale diventa inefficace. In altre parole, quando il tasso di interesse raggiunge il ELB, la banca centrale non può più ridurre ulteriormente il costo del denaro attraverso la riduzione dei tassi d'interesse nominali. Molto simile è invece lo ZLB, in quanto, qualora i tassi dovessero essere abbassati eccessivamente si potrebbe superare il limite portando l'interesse ad un valore negativo, e la BCE si ritroverebbe di fatto disarmata, in quanto non più in grado di utilizzare i tassi di interesse per ristabilire l'economia senza cadere nella trappola della liquidità.

In generale nell'ultimo ventennio, ma soprattutto nell'ultimo decennio, come vedremo nella prossima sezione e come dimostrato dal grafico, la strategia di politica monetaria della banca centrale ha spesso

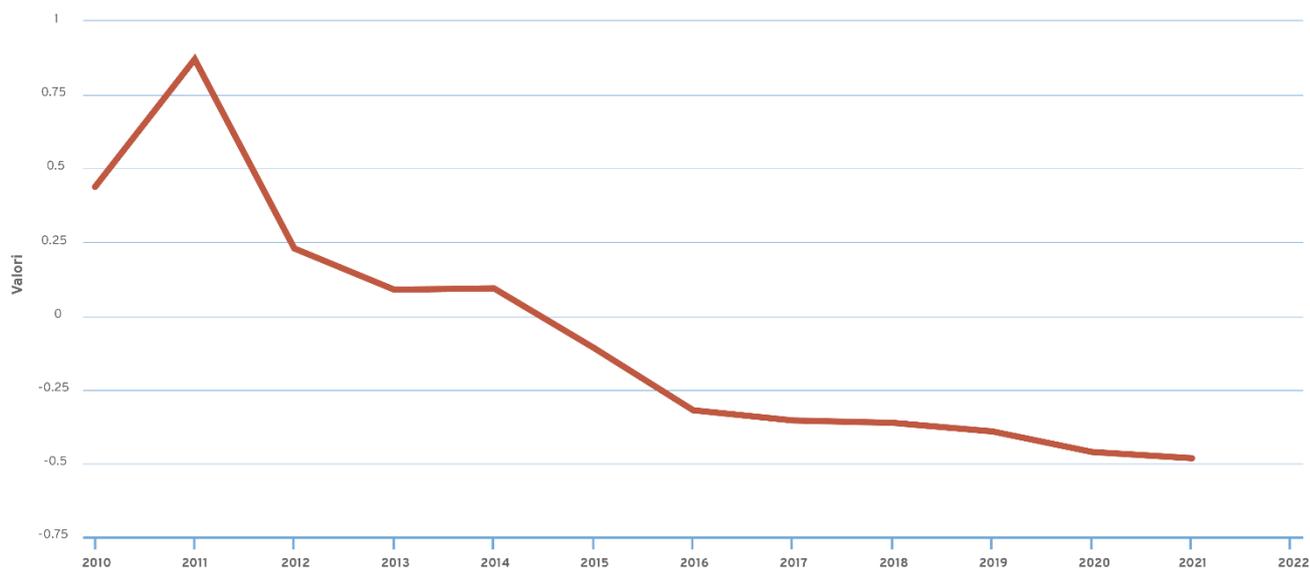
---

<sup>32</sup> I pronti contro termine (PCT) sono strumenti finanziari utilizzati principalmente dalle banche per coprire le esigenze di liquidità a breve termine. In pratica, un PCT è un prestito con scadenza a breve termine che viene concesso da una banca ad un'altra banca o ad un'impresa per un periodo di tempo limitato, solitamente da un giorno fino a qualche mese. I PCT sono emessi con un tasso di interesse prefissato e vengono utilizzati principalmente per coprire le esigenze di liquidità temporanee. Le banche che hanno bisogno di liquidità a breve termine possono quindi prendere in prestito denaro attraverso i PCT per soddisfare le loro esigenze di finanziamento.

utilizzato l'abbassamento dei tassi di interesse per stabilizzare l'economia, raggiungendo livelli molto bassi.

Il forte avvicinamento al limite inferiore, non solo ha frenato ulteriori abbassamenti dei tassi di interesse, ma ha anche portato la BCE ad adottare strumenti di politica monetaria non convenzionale.

**Figura 2: Tassi di interesse del mercato monetario – Dati annuali**



Paesi di riferimento  
■ Paesi dell'area Euro

Fonte: Eurostat<sup>33</sup>  
Ultimo Aggiornamento: 06/05/23  
Traduzione personale

<sup>33</sup> Eurostat, *Money market interest rates – annual data*.

## 2.4 Politiche Monetarie Non Convenzionali

Dall'inizio della grande crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale con effetti negativi soprattutto in Europa e negli Stati Uniti, la BCE ha iniziato ad adottare le sopra citate politiche monetarie non convenzionali. L'uso delle politiche monetarie non convenzionali però, non è stato un fenomeno circoscritto alla crisi finanziaria anzi, da lì in poi la BCE ha fatto più volte ricorso ad esse durante ulteriori periodi di particolare instabilità come la crisi dei debiti sovrani e soprattutto la pandemia da Covid-19. Di seguito verranno pertanto analizzati i principali strumenti non convenzionali, ovvero, la *forward guidance*, il *quantitative easing*, le OMT e le forniture di liquidità nel lungo periodo.

Con l'impellente e crescente necessità di liquidità, la BCE proprio a seguito della crisi finanziaria ha risposto a questa necessità implementando le c.d. *LTROs* (*Long Term Refinancing Operations*), aumentando le linee di credito e fornendo liquidità ai mercati per periodi di tempo più estesi rispetto alle MROs. Le principali operazioni di rifinanziamento a lungo termine avevano scadenza a 3, 6 e 12 mesi, con le quali si mirava alla concessione di maggior prestiti ai privati in quanto le banche che usufruivano di tali operazioni dovevano adempiere alla restituzione in tempi più dilatati.

Con 489,91 miliardi di euro all'asta e con la partecipazione di oltre 500 banche<sup>34</sup>, nel 2011 si ebbe la prima effettiva implementazione di tale strumento con scadenza prevista a 36 mesi, ampliato poi alla fine nel 2012 quando ben 529 miliardi di euro vennero stanziati con la partecipazione di 800 banche. Nonostante l'importante somma di liquidità emessa, nel 2014, nel 2019 e nel 2021, la BCE si è trovata nuovamente costretta a trovare delle soluzioni più mirate rispetto alle precedenti affiancando alle LTROs le c.d. *TLTROs* (*Targeted Long Term Refinancing Operations*)<sup>35</sup> definite come operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e mirate, in quanto, il termine di scadenza viene fissato a 4 anni e non più a 3. L'obiettivo principale di queste operazioni non era tanto quello di fornire liquidità alle banche quanto piuttosto quello di aumentare i prestiti all'economia reale, ovvero ai privati. Nelle aste che si sono susseguite infatti, le banche dovevano dimostrare l'ammontare dei prestiti concessi e qualora essi non fossero stati rispettati, le banche avrebbero dovuto restituire il credito ottenuto prima della scadenza prevista. Le prime due aste si sono avute nel 2014 e nel 2016 con le rispettive TLTRO-I e TLTRO-II attraverso 8 e 4 aste mentre l'ultimo intervento di questo tipo si è avuto nel 2019 con scadenza a 2 anni. In seguito alla pandemia da Covid-19 però, il consiglio direttivo della BCE ha introdotto condizioni più favorevoli tra gli anni 2020 e 2021, oltre ad implementare altre operazioni di rifinanziamento che prendono il nome di *PELTRO* (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing*

---

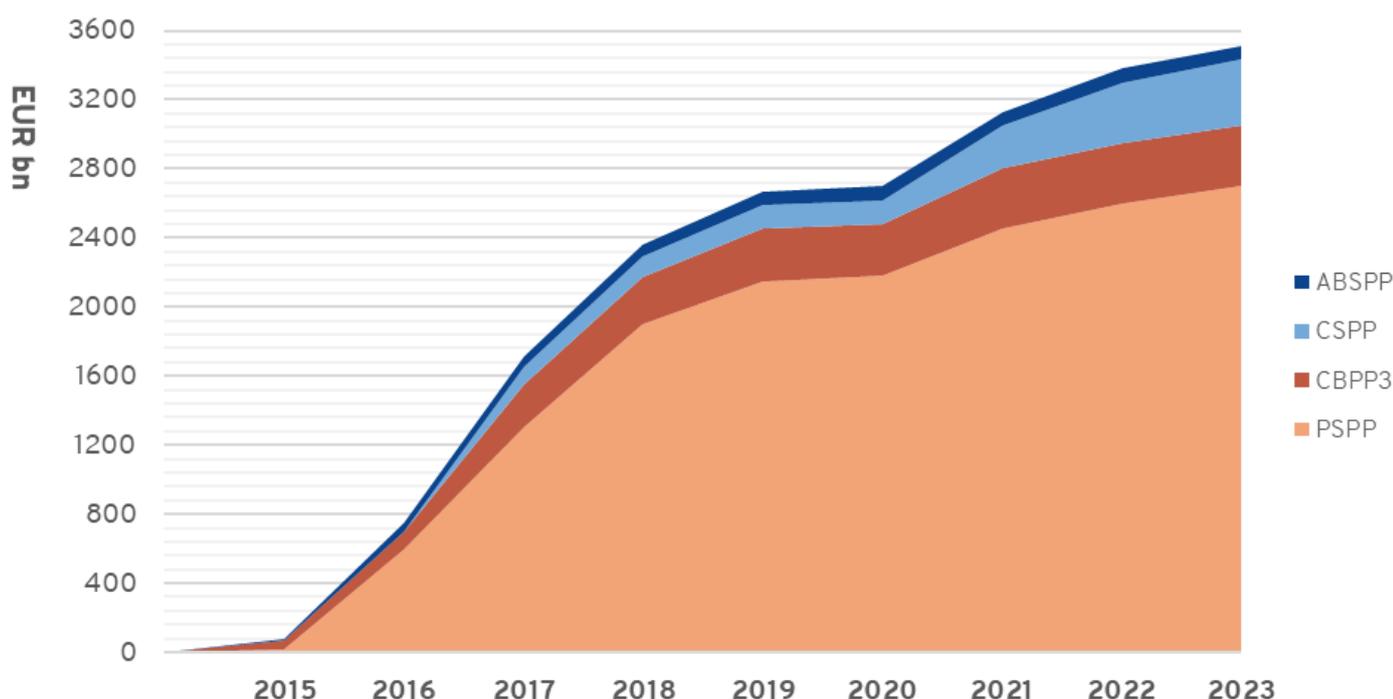
<sup>34</sup> Darraçq-Paries e De Santis, *A Non-Standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-Year LTROs and the Shift in Credit Supply*.

<sup>35</sup> Afonso e Sousa-Leite, *The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO*.

*Operation*). Al netto delle differenze, le operazioni di rifinanziamento hanno avuto tutte lo stesso obiettivo, ovvero, quello di concedere liquidità e prestiti favorevoli, grazie all'agevolamento della trasmissione di politica monetaria nel settore bancario.

Nel 2014 oltre al settore bancario e come ulteriore strumento di supporto alla trasmissione della politica monetaria tramite strategia di finanziamento a lungo termine, la BCE da inizio all'APP (Asset Purchase Programme), in altre parole un programma di acquisto di asset da parte della banca centrale in modo da fornire la giusta quantità di liquidità per assicurare la stabilità dei prezzi.

**Figura 3: Composizione Asset Purchase Programme (APP)**



Fonte: BCE<sup>36</sup>

Ultimo Aggiornamento: 05/04/23

All'interno dello stesso programma possono essere individuati 4 diversi programmi di acquisto, ovvero il CSPP, il PSPP, l'ABSPP e il CBPP3<sup>37</sup>. Di questi quattro però, il programma di acquisto più importante è stato, come dimostra il grafico, proprio il PSPP, in cui la BCE ha acquistato "titoli emessi dai paesi membri dell'area dell'euro, da alcune emittenti riconducibili alla sfera pubblica dei paesi dell'area e da talune istituzioni europee"<sup>38</sup>. Nel 2020, come dimostrato dalla figura sotto, c'è un

<sup>36</sup> European Central Bank, *Asset Purchase Programmes*.

<sup>37</sup> I nomi nel dettaglio dei quattro programmi di acquisto sono i seguenti: Corporate Sector Purchase Programme, Public Sector Purchase Program e Third Covered Bond Purchase Programme.

<sup>38</sup> Banca d'Italia, *I Programmi Di Acquisto Di Titoli Pubblici e Privati Dell'Eurosistema*.

nuovo aumento del PSPP grazie all'implementazione del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) che va ad aggiungersi proprio al PSPP, aiutando così persone e imprese nell'ottenimento di fondi ad un costo accessibile e facilitando le restituzioni dei prestiti per i debitori. Così facendo la BCE voleva assicurarsi che gli investimenti non venissero drasticamente ridotti nonostante la crisi pandemica e che la crescita economica venisse rafforzata riuscendo in definitiva al mantenimento della stabilità dei prezzi e del livello inflazionistico al 2%.

Riprendendo adesso i concetti di ZLB e ELB, la BCE a partire dal 2013 decide di adottare la strategia della *forward guidance*<sup>39</sup> in un contesto in cui bisognava sia ristabilire un equilibrio economico ma soprattutto evitare di rimanere ingabbiati nella trappola della liquidità.

Con l'adozione della *forward guidance*, la banca centrale, con Mario Draghi presidente, dichiara la strategia di politica monetaria che intende seguire, con la volontà di mantenere il livello dei tassi di interesse ad un livello prestabilito per un determinato periodo di tempo come dichiarato dallo stesso Draghi<sup>40</sup>. Inoltre, attraverso questa strategia, la BCE rivela anche le proprie aspettative sul futuro utilizzando dati in quel momento disponibili. Perseguendo questi due obiettivi si voleva infondere fiducia nei mercati in un momento particolarmente delicato cercando di arrivare alla stabilizzazione del sistema.

Nel 2015 seguendo la scia di altre banche centrali, per evitare fenomeni deflazionistici e mantenere la stabilità dei prezzi, la BCE adotta un nuovo strumento non convenzionale il c.d. *quantitative easing* o alleggerimento quantitativo. Il QE è una politica molto aggressiva che serve soprattutto ad eliminare dal sistema i c.d. titoli tossici spesso poco remunerativi e molto rischiosi.

La nuova strategia permette alla banca centrale di fungere da supporto alla crescita economica grazie all'acquisto di titoli di stato, aumentando il proprio bilancio e permettendo all'inflazione di risalire a valori seppur inferiori ma più vicini al 2%.

È importante notare che il QE non si traduce direttamente in creazione di liquidità ma è lo strumento necessario che permette alla BCE di fornire prestiti e raggiungere effettivamente l'economia reale, infatti, grazie alla maggiore appetibilità dei titoli e ad un abbassamento dei tassi di interesse, il pubblico è facilitato nel chiedere prestiti in quanto meno oneroso.

Lo stesso Mario Draghi fu colui che nel 2012 durante la conferenza mondiale sugli investimenti tenutasi a Londra nel luglio dello stesso anno annunciò che, la BCE avrebbe fatto tutto il necessario per salvare la moneta unica<sup>41</sup>. Le sue parole, oltre la rilevanza del personaggio, furono ancora più importanti per comprendere al meglio la situazione che l'Unione monetaria e su tutti gli stati maggiormente colpiti dalla crisi dei debiti sovrani stavano vivendo. Qualche giorno dopo, infatti,

---

<sup>39</sup> Zlobins, *Macroeconomic Effects of the ECB'S Forward Guidance*.

<sup>40</sup> European Central Bank, *Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi*.

<sup>41</sup> Ibidem 40.

venne annunciato l'*OMT (Outright Monetary Transaction)*, uno strumento che avrebbe permesso alla BCE di acquistare titoli di stato emessi sul mercato secondario, garantendo una politica monetaria omogenea su tutta l'area euro oltre ad una corretta trasmissione della stessa. Eventuali acquisti non avevano limiti di importo e avvennero soprattutto su titoli a breve scadenza tra gli uno e i tre anni. Nonostante un primo effetto positivo però questo strumento non permise un netto miglioramento soprattutto per quei paesi che avevano maggiormente bisogno di credito.

## 2.5 Attuale Quadro Fiscale Europeo

Dopo aver ripercorso le principali politiche monetarie utilizzate dalla BCE nel corso degli ultimi decenni, è importante adesso riprendere invece il concetto di politica fiscale e vedere d'altra parte quali strumenti sono stati implementati a livello europeo per garantire un maggior coordinamento tra i vari stati membri e le istituzioni sopranazionali.

Innanzitutto, è importante notare come il bisogno di coordinare la politica fiscale europea sia una necessità su cui la discussione si è aperta più di 30 anni fa con la commissione Delors<sup>42</sup> che tramite un rapporto designò quelle che sarebbero poi state tre distinte fasi per arrivare ad un completamento dell'unione economica e monetaria. Nonostante la volontà, il coordinamento delle varie politiche di bilancio nazionali è stato sempre più difficile da raggiungere vista la mancanza di una istituzione che avesse l'effettivo controllo sulla politica fiscale come invece accade per la politica monetaria ma soprattutto a causa delle varie crisi che si sono susseguite nel corso degli anni.

Il quadro fiscale europeo ha subito molti cambiamenti da quando il trattato di Maastricht nel 1992 introdusse per la prima volta i valori di riferimento che gli stati membri avrebbero dovuto rispettare, ovvero il 3% per il rapporto deficit/PIL e il 60% per quanto riguarda il rapporto debito/PIL. A legiferare ulteriormente, nel 1997, venne introdotto lo SGP (Stability and Growth Pact o Patto di stabilità e crescita) che aggiunse il concetto di pareggio di bilancio nel medio periodo. L'obiettivo, ovviamente, era quello di evitare livelli di deficit eccessivi in tempi di crisi e politiche fiscali procicliche in modo da assicurare stabilità grazie all'applicazione della procedura di intervento in caso di deficit eccessivi da parte degli stati membri.

Il Patto di stabilità e crescita è stato poi rivisto nel 2005, infatti, da allora, gli Stati membri sono tenuti a raggiungere un obiettivo di medio termine espresso in termini di saldo di bilancio strutturale (cioè al netto delle componenti una tantum e cicliche). Questa modifica è stata ritenuta appropriata dal punto di vista dell'analisi economica in quanto la posizione di bilancio strutturale dovrebbe riflettere più fedelmente le tendenze di bilancio sottostanti, ma ha introdotto nel quadro una variabile non osservabile, ovvero, il saldo strutturale, la cui stima è soggetta ex ante a grande incertezza ed ex post a revisioni significative. Inoltre, la riforma ha messo a dura prova la trasparenza delle procedure e, in ultima analisi, ne ha minato la legittimità percepita.

Durante la crisi dei debiti sovrani, per tenere sotto controllo i bilanci dei vari stati membri ed evitare ulteriori problemi che potessero mettere a rischio l'economia, vennero introdotte altre due misure vincolanti, il *six pack* e il *two pack*, rispettivamente nel 2011 e nel 2013<sup>43</sup>, i quali andranno poi nel 2014 a definirsi con il nome di *fiscal compact*. Il *six pack*, il quale consiste in cinque regolamenti e

---

<sup>42</sup> Parlamento Europeo, *Storia Dell'Unione Economica e Monetaria*.

<sup>43</sup> Parlamento Europeo, *Riesame Del 'Six-Pack' e Del 'Two-Pack*.

una direttiva, permette all'interno del semestre europeo un controllo delle politiche di bilancio ed economiche nazionali, introducendo un parametro relativo alla spesa e fissando un limite massimo di aumento annuo per ogni paese. Inoltre, venne rafforzata anche la sorveglianza di tutti i paesi membri, anche di coloro che presentavano un avanzo di bilancio piuttosto che un disavanzo, permettendo alla commissione europea e al consiglio di intervenire con delle raccomandazioni ad hoc prima che gli avanzi o disavanzi diventino eccessivi, imponendo se necessario un piano di azione correttivo che lo stato deve seguire, insieme a sanzioni economiche che possono raggiungere lo 0,5% del PIL del paese preso in considerazione. Gli stati membri sono così obbligati, qualora dovessero superare il rapporto debito/PIL del 60%, a ridurlo di almeno 1/20 nel corso dell'anno successivo.

Il *two pack* invece, costituito da due regolamenti, ha l'obiettivo di rinforzare le misure introdotte con il *six pack* precedentemente analizzato introducendo il calendario di bilancio europeo e regole comuni di bilancio che ogni paese è tenuto a rispettare. Infatti, gli stati sono tenuti a presentare oltre ai loro bilanci di previsione nel breve-medio periodo anche entro e non oltre il 15 Ottobre il progetto di bilancio per l'anno seguente, il quale dovrà poi essere approvato al massimo entro la fine dell'anno quindi non oltre 31 Dicembre. Inoltre, un'ulteriore novità introdotta dal *two pack* consiste da parte dei paesi membri, di istituire un c.d. ente di controllo del bilancio, il quale dovrà monitorare indipendentemente l'andamento del bilancio dello stato.

Nel corso degli anni quindi, la complessità del quadro normativo è aumentata significativamente anche come conseguenza del fatto che di base c'è sempre stata una sorta di diffidenza tra gli stati membri e le istituzioni europee su tutte la commissione europea, il che ha portato ad aggiungere sempre più dettagli ed eccezioni alle regole stabilite. Nonostante gli stringenti vincoli, molti paesi tra cui anche e soprattutto l'Italia hanno spesso disatteso le aspettative dello SGP in quanto ritenute troppo stringenti e distanti dalla realtà economica, dando vita ad un acceso dibattito, sia da parte dei paesi che necessitano maggior libertà di bilancio per ristabilire una situazione economica accettabile come ad esempio i paesi cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), ma anche da parte di quei paesi come ad esempio la Germania che con l'attuale quadro normativo non riesce ad accrescere la propria economia per arrivare ad un potenziale livello di crescita massima. A questo proposito, infatti, con la crisi da Covid-19, si è dovuto necessariamente sospendere il patto di stabilità e crescita fino al 2024 attivando la clausola generale di salvaguardia (*General Escape Clause*)<sup>44</sup>, consentendo ai governi degli stati membri di poter intervenire dove necessario senza dover inceppare in una procedura d'infrazione da parte della commissione europea ed eventualmente in sanzioni pecuniarie da pagare.

---

<sup>44</sup> Delivorias, *The 'general Escape Clause' within the Stability and Growth Pact*.

## 2.6 Un Caso *Sui Generis*: Il Next Generation EU

Per concludere questo capitolo, prima di focalizzare l'attenzione su una valutazione e analisi del perché la sola politica monetaria lasciata come unico strumento in mano alle istituzioni europee non sia sufficiente per far fronte alle crescenti sfide che l'Unione Europea si troverà ad affrontare, bisogna necessariamente menzionare un vero caso *sui generis*, vale a dire il *NextGenerationEU*.

L'assenza di una capacità fiscale centralizzata e di un bilancio europeo ha reso necessario, come evidenziato sopra, l'adozione di strumenti di politica monetaria non convenzionali talvolta arrivando quasi alla violazione dei trattati, per fronteggiare crisi e periodi di instabilità dai quali altrimenti difficilmente saremmo usciti. La pandemia però, ha rimesso tutte le carte in gioco, stravolgendo l'assetto operativo e istituzionale europeo approvando per la prima volta dal suo concepimento, uno strumento che permettesse di stimolare fiscalmente l'economia tramite fondi elargiti da parte dell'UE stessa verso gli stati membri. Il *NextGenerationEU*, pertanto, diventa così il primo strumento di natura fiscale utilizzato e finanziato direttamente a livello sovranazionale, in quanto per far fronte alla crisi sanitaria, la sospensione del patto di stabilità e crescita da una parte e i molteplici strumenti di politica monetaria utilizzati dall'altra, non si sono rivelati sufficienti per una ripresa e uscita ottimale dalla crisi. La necessità di un piano di recupero dalla crisi diventava così sempre più impellente e alle istituzioni europee venivano richiesti sforzi mai visti prima per contrastare i disastrosi effetti della pandemia sull'economia dell'Unione.

Come è facile immaginare, raggiungere un accordo di questo tipo, sia da un punto di vista politico che economico, non è stato affatto facile, ma durante una riunione straordinaria del Consiglio Europeo tenutasi dal 17 al 21 luglio 2020 si è riusciti a raggiungere il consenso da parte di tutti gli stati membri. Per finanziare il *NextGenEU*<sup>45</sup>, la commissione europea viene autorizzata a prendere in prestito dal mercato dei capitali per conto dell'Unione Europea, arrivando ad un massimo di 806.9 miliardi di euro a prezzi correnti fino alla fine del 2026. Il totale verrà allocato in diversi programmi, ovvero, il RRF (Recovery And Resilience Facility-Dispositivo per la ripresa e la resilienza) per un totale di 723.8 miliardi di euro di cui 385.8 prestiti mentre i restanti 338 sovvenzionati, il *ReactEU* per un totale di 50.6 miliardi di euro, *Horizon Europe* per un totale di 5.4 miliardi di euro, *InvestEU* per un totale di 6.1 miliardi di euro, un programma di sviluppo rurale per un totale di 8.1 miliardi di euro, il *JTF* (Just Transition Fund) per un totale di 10.9 miliardi di euro e infine il *RescEU* per un totale di 2 miliardi di euro.

Come si può facilmente notare, grazie ai suoi 723.8 miliardi di euro, il dispositivo per la ripresa e la resilienza costituisce il fulcro del *NextGenerationEU*, attraverso il quale gli stati membri ricevono

---

<sup>45</sup> Commissione Europea, *Piano per La Ripresa Dell'Europa*.

fondi dall'Unione Europea, in particolare dopo l'approvazione da parte della commissione, per implementare e portare avanti riforme strutturali in linea con le priorità sovranazionali ma anche rispettando le raccomandazioni ad hoc che ogni paese riceve durante il semestre europeo.

Inoltre, è importante sottolineare l'aspetto di condizionalità, in quanto, per beneficiare dei fondi del RRF, dal 19 febbraio 2021, gli stati membri hanno dovuto presentare un loro piano di ripresa economica sotto il nome di PNRR (National Recovery And Resilience Plan- Piano Nazionale Di Ripresa e Resilienza), con l'obiettivo di stabilire e delineare le riforme e gli investimenti che ogni stato dovrà implementare entro la fine del 2026<sup>46</sup>.

La condizionalità, alla base per la ricezione dei fondi, sottolinea un rapporto di cooperazione e coordinamento tra le istituzioni sovranazionali e i governi degli stati membri, in quanto, i vari PNRR non solo devono essere approvati dalla commissione europea e visionati dal consiglio europeo ma soprattutto, gli stati devono dimostrare alla commissione di aver ottemperato gli obiettivi prestabiliti per poter ricevere i fondi sovranazionali. Questo accade perchè, il dispositivo di ripresa e resilienza si basa sulle prestazioni e sull'effettiva implementazione degli obiettivi delineati nei vari piani nazionali. Infatti, i criteri di valutazione si concentrano sulla potenziale crescita dei paesi, sulla creazione di posti di lavoro, sulla resilienza economica ma particolare attenzione viene dedicata alla coerenza con le raccomandazioni ricevute dalla commissione e ad una vera transizione digitale ed ecologica.

Per concludere il NextGenerationEU, a livello economico, oltre alla compensazione nel breve periodo del drastico calo sia della domanda che dell'offerta, grazie all'ambiziosità del progetto mira soprattutto a riformare drasticamente l'assetto europeo. Infatti, l'obiettivo non è solo quello di assicurare la ripresa economica e stimolare domanda e offerta nei paesi maggiormente colpiti dalla pandemia come, ad esempio, l'Italia che è intitolata a ricevere circa il 48% dei fondi<sup>47</sup>, ma a stimolare complessivamente la crescita economica di tutta l'area euro con conseguente raggiungimento di obiettivi strategici comuni.

---

<sup>46</sup> European Commission, *Recovery and Resilience Facility*.

<sup>47</sup> Freier et al., *Next Generation EU: A Euro Area Perspective*.

## CAPITOLO 3

### *Costruire il futuro: l'Unione Europea nell'Era del cambiamento*

#### **3.1 L'impatto decisivo sul futuro dell'Unione Europea**

Dopo aver ripercorso a livello prettamente teorico nel primo capitolo quelle che sono le politiche monetarie, le politiche fiscali e di conseguenza la scelta di un buon policy mix ma soprattutto dopo aver riportato nel secondo capitolo le principali politiche monetarie convenzionali e non, utilizzate dalla BCE, e aver descritto l'attuale sistema fiscale europeo con l'eccezione del NextGenerationEU, è di fondamentale importanza ora nel terzo e ultimo capitolo, valutare in modo critico quali sono da una parte le attuali debolezze mentre dall'altra proporre soluzioni che permetterebbero all'Unione Europea di uscire da una situazione di stallo che non ne permette una reale crescita non solo economica.

Per fare ciò, è necessario ripartire proprio dalla fine del secondo capitolo, ovvero, l'adozione del NextGenerationEU, il quale ha fornito, seppur temporaneamente, capacità fiscale alle istituzioni sovranazionali.

Già dalla sua nascita, l'EMU ( *Economic and Monetary Union-Unione Economica e Monetaria*) è sempre stata mancante di pezzi di fondamentale importanza che avrebbero permesso un effettivo completamento del progetto. Il trattato di Maastricht, nel 1992, è frutto del desiderio di maggiore integrazione tra i paesi allora facenti parte della comunità europea, portando ad una condivisione della stessa valuta legando le politiche monetarie nazionali tra di loro. Nonostante la volontà di una maggiore integrazione però, gli stati membri si sono sempre mostrati riluttanti nel rinunciare alla propria capacità decisionale e di bilancio, in quanto fondamentale per giochi politici interni.

Difatti, l'unione economica e monetaria vede un'integrazione solo parziale, senza capacità fiscale, nonostante quest'ultima sia uno strumento molto efficace per assicurare completezza strutturale e stabilità economica. Nel corso degli anni, la discussione su una maggiore integrazione a livello fiscale è diventata sempre più accesa soprattutto in luce delle difficoltà affrontate durante i periodi di crisi nel corso degli ultimi quindici anni. L'attuale sistema è più unico che raro, in quanto come già detto, gli stati membri condividono le politiche monetarie totalmente controllate dalla BCE mentre conservano l'autonomia fiscale, rendendo ancora più interessante il ruolo giocato dalla BCE senza un bilancio pubblico integrato a livello sovranazionale.

La crisi dei debiti sovrani sembrasse aver aperto finalmente ad una maggiore integrazione nonché ad una riforma del quadro fiscale europeo, ma nonostante ciò, la creazione di una capacità fiscale centralizzata è sempre rimasta un *taboo* per l'Unione Europea, finché, nel 2020, la crisi pandemica da Covid-19 ha stravolto tutto.

Per la prima volta durante la sua ancor breve esistenza, l'UE è dotata di poteri fiscali, con la possibilità

di finanziare direttamente i governi nazionali senza dover ricorrere a politiche monetarie non convenzionali per aggirare in qualche modo i trattati e salvare l'eurozona. Nonostante la sua unicità, nulla all'interno del NextGenerationEU è davvero nuovo in quanto, molte riforme sono state sul tavolo della discussione per molto tempo. Ciò che è invece molto più encomiabile è la capacità da parte degli stati membri di riuscire a mettere da parte le differenze e unire le forze in una situazione di estrema incertezza economica.

La pandemia ha definitivamente messo in mostra sia tutti i limiti della politica monetaria lasciata agire da sola, sia d'altra parte come l'attuale quadro europeo caratterizzato da forte asimmetria non sia in grado di affrontare shock di tali dimensioni, soprattutto tenendo in considerazione che i paesi più colpiti dall'emergenza sanitaria sono stati proprio coloro che erano già maggiormente vulnerabili prima della pandemia stessa.

La politica monetaria lasciata nuovamente da sola avrebbe solo potuto alleviare lo shock, mentre per assicurare una ripresa efficace e soprattutto equilibrata è stato reso necessario espandere le competenze fiscali in seno alla commissione europea anche a causa delle preoccupazioni concernenti la sostenibilità dei vari debiti nazionali. In questo, il NextGenerationEU rappresenta un traguardo storico con grande valore simbolico ma soprattutto macroeconomico in quanto, dà inizio ad un cambio di paradigma per l'UE spingendo l'architettura governativa sempre di più verso un sistema federale, permettendogli finalmente di intervenire in modo molto più mirato ed efficace, rinnovando la solidarietà tra gli stati membri<sup>48</sup>.

### **3.2 Oltre la Politica Monetaria: la necessità di un approccio integrato**

Come ampiamente analizzato nel secondo capitolo ripercorrendo le principali strategie di politica monetaria adottate dalla BCE, diventa chiaro come esse siano state spesso di tipo espansivo, portando ad un costante abbassamento dei tassi di interesse per far fronte alle varie crisi susseguitesi, ma soprattutto al costante utilizzo di strumenti non convenzionali. Chiaramente, la BCE non poteva far altro per provare a salvare l'eurozona vista la costante mancanza di stimoli fiscali che avrebbero permesso di riallocare meglio le risorse. Pertanto, è importante adesso, analizzare in modo più concreto perché la politica monetaria da sola non è abbastanza, soprattutto alla luce dell'ultima crisi, la pandemia, che l'UE ha dovuto affrontare<sup>49</sup>.

All'inizio del Covid-19, con la commissione europea in piena difficoltà decisionale e con i vari governi nazionali alle prese, chi più chi meno, con una crisi sanitaria mai affrontata prima, l'unica

---

<sup>48</sup> Butie Fabbrini, *Next Generation EU and the Future of Economic Governance: Towards a Paradigm Change or Just a Big One-Off?*

<sup>49</sup> De Grauwe, *Euro Area Fiscal Policies and Capacity in Post-Pandemic Times*.

istituzione capace di agire in modo tempestivo è stata, come al solito, la BCE, la quale annunciando il sopra descritto PEPP e le PELTROs, ha provato a limitare i danni e un'ulteriore peggioramento della situazione in tutta l'eurozona. Di nuovo, l'utilizzo di politiche monetarie non convenzionali ha permesso alla BCE di immettere liquidità con l'obiettivo di assorbire lo shock e fornire tutti gli strumenti possibili per provare a superare il grave momento di difficoltà. Ma nonostante il repentino intervento, la BCE era già consapevole che da sola non sarebbe mai riuscita a gestire e superare la crisi, sottolineando definitivamente tutti i limiti della politica monetaria lasciata sola.

Come spesso ripetuto durante questa trattazione, l'obiettivo primario della BCE, tramite la fissazione del livello dei tassi di interesse, è quello di mantenere i prezzi stabili nonché anche l'inflazione vicina al 2% e l'uso di determinate politiche monetarie ha proprio lo scopo di poter raggiungere con successo questi obiettivi. Quando l'economia si trova ad affrontare fenomeni deflazionistici, la BCE dovrebbe abbassare i tassi di interesse in modo da stimolare la spesa e gli investimenti per cambiare proprio le aspettative inflazionistiche. Però, il continuo e prolungato uso di questa tecnica porta inevitabilmente al raggiungimento del limite inferiore effettivo, il quale una volta raggiunto rende impossibile l'adozione di politiche monetarie espansive convenzionali in quanto non in grado di migliorare la situazione. Infatti, con tassi di interesse estremamente bassi ormai da più di un decennio, l'adozione di misure non convenzionali, sia durante la crisi finanziaria che durante quella dei debiti sovrani, era più che mai necessario.

Il Covid però, ha portato diversi economisti a temere che, nonostante le passate operazioni di QE avessero iniettato ingenti quantità di denaro nel sistema economico, questi strumenti potessero perdere la loro efficacia nel tempo, ma soprattutto che il recupero da una crisi di enormi dimensioni come la crisi pandemica non fosse un compito che la BCE da sola avesse potuto risolvere.

Con le conseguenze asimmetriche prodotte dalla crisi, è stato richiesto un forte e mirato stimolo fiscale che fosse maggiormente in grado di redistribuire equamente le risorse per fronteggiare le diverse esigenze dei paesi membri, obiettivo che la politica monetaria, dato il suo carattere unitario, non avrebbe potuto raggiungere.

Inoltre, bisogna porre l'attenzione su un altro aspetto che a mio avviso è molto importante, ovvero, il circolo vizioso in cui la BCE è caduta. Come analizzato precedentemente sia nel primo che nel secondo capitolo, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria<sup>50</sup> è il processo attraverso cui le misure adottate vanno poi ad influenzare l'economia reale e il livello dei prezzi. Indubbiamente, è vero che la politica monetaria ha un forte impatto su diversi settori dell'economia, solo se però, i canali di trasmissione sono perfettamente funzionanti, in quanto, iniettando liquidità nel sistema e

---

<sup>50</sup> Peersman e Smets, *The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis (Mtn Conference Paper)*.

fissando i tassi di interesse, la BCE influenza il mercato della moneta e indirettamente anche il comportamento delle banche nel definire il livello dei tassi di interesse per prestiti e depositi. Anche l'aspettativa inflazionistica deve essere presa in considerazione, in quanto, una banca centrale credibile fissa il livello dei tassi guardando anche al futuro e a quello che ci si aspetti che accada. Naturalmente, modificando i tassi di interesse si modificano anche le scelte sia delle imprese che dei consumatori, il che porterà anche ad una modifica della domanda, impattando sui prezzi e sui salari. Perciò, è facile capire che qualora uno di questi canali non dovesse funzionare correttamente, la liquidità immessa non circolerebbe in modo efficace compromettendo l'intero meccanismo di trasmissione. Nonostante ciò, l'EMU è sempre stata consapevole di tale fragilità soprattutto dopo la crisi finanziaria. Infatti, quando l'unione economica e monetaria fu creata, la politica fiscale è diventata, da subito, lo strumento scelto dei paesi dell'eurozona per rispondere individualmente agli shock e alle fluttuazioni del ciclo economico. Tuttavia, nel corso degli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria, le politiche di bilancio politiche fiscali si sono rivelate insufficientemente anticicliche, i paesi membri non si sono creati spazi di manovra sufficientemente ampi in tempi "normali" per poter rispondere adeguatamente agli shock e contribuire alla stabilizzazione, e di conseguenza per rispettare i parametri imposti dal SGP è stato necessario un consolidamento fiscale che ha contrastato l'effetto degli stabilizzatori automatici.

### 3.3 Un trilemma tutto Europeo: un'esplorazione dei dilemmi strutturali e delle sfide dell'integrazione europea

Nell'ultimo quindicennio, l'Unione Europea si è trovata ad affrontare due se non tre grandi crisi alle quali però sono state date risposte differenti. Infatti, se durante la crisi finanziaria e la crisi dei debiti sovrani bisognava maggiormente rassicurare i mercati e tenere a bada l'aumento spropositato dei debiti pubblici nazionali, durante la pandemia si è optati per una risposta alla crisi, non solo monetaria ma anche fiscale, grazie al NextGenerationEU. È importante sottolineare nuovamente che, per la prima volta, l'Unione Europea ha supportato direttamente gli stati membri con un vero e proprio strumento di tipo fiscale. Ma perché è accaduto ciò?

Secondo alcuni analisti tra cui Buti e Papacostantinou<sup>51</sup>, l'UE ha adottato una misura di questo tipo non solo per la diversa natura dello shock ma soprattutto perché ha imparato dagli errori fatti precedentemente e riteneva pertanto necessario implementare un sistema ben più invasivo per far fronte ad una tale crisi.

Per capire però come si è arrivati a tale decisione è importante fare un passo indietro e analizzare il c.d. *euro area policy mix trilemma*<sup>52</sup>.

Figura 1: Euro Area Policy Mix Trilemma



Fonte: Elaborazione Propria

<sup>51</sup> Buti e Papaconstantinou, *The Legacy of the Pandemic: How Covid-19 Is Reshaping Economic Policy in the EU*.

<sup>52</sup> Buti e Messori, *Euro Area Policy Mix: From Horizontal to Vertical Coordination*.

Teoricamente, infatti, in un'unione che condivide la stessa valuta, i decisori politici sono chiamati a fornire un adeguato livello di stabilità economico o attraverso la politica monetaria, o attraverso la politica fiscale o molto probabilmente attraverso il c.d. *policy mix*, ovvero, una combinazione di esse. Nel caso europeo invece, ci si trova di fronte ad un trilemma in quanto: 1) i parametri di Maastricht regolano asimmetricamente le politiche fiscali nazionali, 2) la politica monetaria è spesso vincolata dal limite inferiore effettivo e allo stesso tempo, ad oggi, 3) non c'è ancora una capacità fiscale centralizzata.

Il patto di stabilità e crescita derivante da Maastricht, nell'assolvere il proprio compito ed evitare deficit eccessivi senza vincolare d'altra parte i surplus, diventa estremamente asimmetrico in quanto, le regole proibiscono, da un lato i disavanzi pubblici eccessivi, anche se dovessero portare ad un comportamento fiscale pro-ciclico, mentre dall'altro, non ha alcun potere prescrittivo sulle politiche fiscali dei paesi membri con margine di manovra. Così facendo, si vanno ad accentuare maggiormente le differenze di sviluppo economico tra i paesi con economie più solide come Francia e Germania, mentre si vanno ad indebolire quei paesi che avendo eccessivi disavanzi pubblici faticano enormemente a ristabilire una posizione di stabilità e di crescita economica<sup>53</sup>.

Per cercare di risolvere questa asimmetria, la politica monetaria dovrebbe avere, in assenza di una capacità fiscale centralizzata, illimitato spazio per rispondere agli shock. Come già evidenziato però, sappiamo benissimo che in pratica non è così e l'efficacia della politica monetaria è spesso influenzata e mitigata sia dall'ELB che dall'obiettivo inflazionistico del 2% e la stabilizzazione fiscale potrebbe avvenire soltanto o violando i parametri di Maastricht oppure creando una capacità fiscale a livello sovranazionale.

Ma non è finita qui, i parametri rendono ancora più difficile il c.d. *coordinamento orizzontale*<sup>54</sup> nel trovare un giusto orientamento di bilancio per l'area euro in assenza di un *coordinamento verticale*, in quanto, le esperienze degli ultimi decenni hanno dimostrato come, non solo l'orientamento fiscale europeo non sia stato adeguato, ma soprattutto il più delle volte il raggiungimento di una posizione fiscale soddisfacente sia avvenuta tramite una distribuzione asimmetrica delle posizioni fiscali dei vari stati membri, ovvero, troppo restrittiva nei confronti di paesi con spazio di manovra fiscale e troppo allentata nei confronti di paesi membri con disavanzi e debiti pubblici troppo elevati.

---

<sup>53</sup> Buti e Gaspar, *Maastricht Values*.

<sup>54</sup> Per coordinamento orizzontale si fa riferimento al coordinamento delle varie politiche fiscali nazionali.

### 3.3 Affrontare il Trilemma: una prospettiva sulla gestione

Nel ripercorrere i principali strumenti utilizzati nel primo decennio della creazione della BCE e della moneta unica, l'utilizzo della politica monetaria è stato fondamentale per risolvere seppur temporaneamente il trilemma. Infatti, in un periodo caratterizzato da stabilità economica e finanziaria ed esente da particolari shock che avrebbero potuto turbare la stabilità, la BCE aveva a sua disposizione strumenti sufficienti per tenere a bada l'inflazione e mantenere l'economia dell'eurozona vicina al suo livello potenziale<sup>55</sup>.

A livello fiscale nazionale invece, beneficiando della crescita economica e grazie all'utilizzo degli stabilizzatori automatici, gli stati membri sono riusciti a rispettare i vincoli riguardanti il disavanzo pubblico senza particolari sforzi.

Questo scenario ideale di stabilità e prosperità economica però, termina definitivamente nel 2008 con lo scoppio della crisi finanziaria in seguito al fallimento della Lehman Brothers<sup>56</sup>. Durante la crisi, che in Europa ha creato conseguenze disastrose portando alla crisi dei debiti sovrani, si possono distinguere 3 diverse fasi della crisi, la prima che va dal 2008 al 2010 in cui si può osservare un atteggiamento espansivo sia da parte degli stati membri con le varie politiche fiscali nazionali, la seconda che va dal 2011 al 2014 in cui l'effetto della crisi dei debiti sovrani è maggiore portando ad un'inversione di tendenza con grandi tagli soprattutto a livello fiscale e l'ultima che va invece dal 2015 al 2019 in cui si può osservare non solo un'applicazione più flessibile delle norme di bilancio che portarono ad una politica fiscale sostanzialmente neutrale ma soprattutto ad un sovraccarico della politica monetaria in cui i tassi di interesse si avvicinavano sempre più pericolosamente al limite inferiore effettivo.

In generale si può dire che, durante questo periodo di instabilità economico, l'interazione tra politica monetaria e fiscale era dominata da "considerazione strategiche", in quanto, l'eccessivo consolidamento fiscale andava oltre i parametri richiesti dal SGP per arrivare ad un ruolo più invasivo della politica monetaria nel gestire la crisi dell'eurozona, soprattutto visto il mancato coordinamento fiscale sia verticale in quanto assente e sia orizzontale.

---

<sup>55</sup> Blanchard e Gali, *Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model*.

<sup>56</sup> Buti e Messori, *Euro Area Policy Mix: From Horizontal to Vertical Coordination*.

### 3.4 Un Virus trasformatore: l'impatto rivoluzionario del Covid-19

La cattiva gestione del trilemma e delle debolezze strutturali collegate al trattato di Maastricht vengono definitivamente allo scoperto con la pandemia. Già dal 2008 e dalla gestione della prima grande crisi a livello comunitario si era capito che l'architettura costruita un decennio prima era tutt'altro che perfetta principalmente per due motivi:

1. Una politica monetaria influenzata dall'ELB comporta effetti negativi associati alla carenza di domanda, e se per lunghi periodi si fa difficoltà a mantenere il livello inflazionistico vicino a quello della stabilità dei prezzi, la politica monetaria necessita il supporto di una politica fiscale espansiva che riporti stabilità in modo tempestivo.
2. L'utilizzo di strumenti di tipo fiscale, soprattutto dopo la pandemia, viene visto sempre di più come uno strumento efficace per riportare il sistema ad una situazione di stabilità. Come analizzato anche nel primo capitolo, infatti, la politica fiscale può agire in modo tempestivo e intervenire in modo decisivo per far fronte a particolari tipi di shock.

Con l'inizio della pandemia, tutti i limiti sono venuti a galla e la risposta dell'Unione Europea alla crisi non poteva che essere una combinazione tra politica monetaria e fiscale. Per la prima volta, malgrado la sua temporaneità, l'implementazione di uno strumento fiscale centralizzato, il NextGenerationEU, e strumenti di tipo monetario come il PEPP e le T-LTROs hanno permesso anche ai paesi maggiormente indebitati dell'eurozona di poter fronteggiare una crisi di tali dimensioni. A differenza delle altre, il Covid-19, ha reso necessaria l'implementazione di un policy mix congruente per poter rispondere in maniera efficace alle sfide poste dalla pandemia, implementando un coordinamento fiscale verticale tra i paesi membri e le istituzioni sovranazionali<sup>57</sup>.

Questa soluzione, visto il suo carattere temporaneo però, porta ad un'accumulazione di titoli di stato sul bilancio della BCE non garantendo un effettivo equilibrio nel lungo termine.

Ora più che mai, l'architettura europea va riformulata, integrando una capacità fiscale centralizzata che porti ad un ruolo più invasivo della politica fiscale a livello sovranazionale, permettendo alla politica monetaria di sfuggire al limite inferiore effettivo.

Grazie ad un coordinamento verticale, la BCE non dovrà più occuparsi della sostenibilità delle varie politiche di bilancio nazionale, facilitando una graduale liquidazione dei titoli di stato accumulati ed evitare delle attività che non solo vanno al di là del suo mandato ma che sono soprattutto insostenibili.

---

<sup>57</sup> Bartsch, Bénassy-Quéré, Corsetti e Debrun, *It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*.

### 3.5 Immaginando il futuro: esplorazione di possibili scenari

Come analizzato precedentemente, per non continuare a dipendere sempre e solo su strumenti di politica monetaria, con il rischio di arrivare ad avere una BCE che non solo sia l'unico attore in campo<sup>58</sup> ma che vada troppo spesso al di là del suo mandato, un coordinamento di tipo verticale tra le istituzioni sovranazionali e nazionali diventa un *must* per assicurare completezza strutturale e garantire all'Unione Europea, così come a tutti gli stati membri, stabilità, crescita e ripresa economica.

Per arrivare ad un coordinamento verticale, bisogna creare una capacità fiscale centralizzata con un coerente sistema di bilancio europeo.

Nonostante il NextGenerationEU abbia aperto a questa possibilità, il suo carattere temporaneo non gli garantisce una permanenza nel contesto europeo che ad oggi è ancora troppo lontano dall'adozione di tali strutture e strumenti.

La creazione di una capacità fiscale centralizzata necessita un quadro istituzionale permanente e stabile, che possa agire non solo in momenti di crisi come nel caso della pandemia, ma che possa assicurare una strategia di politica fiscale coerente anche in tempi normali.

Nel corso degli ultimi anni, la discussione su questo tema è diventata sempre più accesa e spesso è venuta a mancare soprattutto la volontà politica che come sappiamo, in una organizzazione sovranazionale come l'Unione Europea attuale, risulta essere fondamentale.

Seguendo la discussione, sul tavolo della trattativa si possono trovare tre diverse opzioni “non mutualmente esclusive”:

1. Creazione di una funzione di stabilizzazione centralizzata<sup>59</sup>
2. Istituire meccanismi che permettano trasferimenti condizionali dal bilancio europeo verso gli stati membri
3. Incrementare la fornitura di beni pubblici europei

Partendo dalla prima, essa risulterebbe essere la scelta più razionale per arrivare ad un effettivo completamento del sistema di governance europeo, ma allo stesso tempo la più difficile da raggiungere a livello politico. Già qualche anno fa, nel 2018, la commissione ha proposto un sistema di questo tipo con il c.d. European Investment Stabilisation Function (EISF)<sup>60</sup>, ma la discussione all'interno del consiglio europeo fu tutt'altro che costruttiva e indebolì significativamente

---

<sup>58</sup> El-Erian, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*.

<sup>59</sup> La funzione di stabilizzazione permette la gestione dell'attività economica, volta a garantire livelli di disoccupazione ragionevoli e livelli inflazionistici stabili. Per fare ciò, a differenza della politica monetaria che usa principalmente i tassi di interesse, tale funzione verrebbe svolta utilizzando sia la spesa pubblica che il livello di tassazione.

<sup>60</sup> Scheinert, *European Investment Stabilisation Function (EISF)*.

l'ambiziosità progettuale. Il c.d. *moral hazard* rappresenta l'aspetto più complesso legato a questa opzione, in quanto caratterizzata da un contratto implicito tra le autorità di vigilanza fiscale europee e i governi nazionali. Infatti, qualora i governi nazionali fossero sicuri di avere il sostegno di uno strumento di bilancio centrale, soprattutto in caso di forti shock negativi, avrebbero meno incentivi nel creare un margine di bilancio nazionale in periodi normali e/o di crescita economica, come d'altronde già analizzato sopra e come avvenuto nei primissimi anni successivi alla creazione della moneta unica.

Nonostante le preoccupazioni però, grazie a incentivi e requisiti di ammissibilità si potrebbe evitare un tale comportamento e garantire una leale cooperazione tra le istituzioni nazionali e sovranazionali. È proprio sul principio di leale cooperazione, nonché sulla fiducia tra stati membri che bisogna lavorare, in quanto la profonda sfiducia tra di essi, fino ad ora, non ha permesso di testare questa opzione basandosi su preoccupazioni di legittimità istituzionale non solo tra stati membri ma anche tra nazioni e istituzioni europee.

Spostando l'attenzione sulla seconda opzione, ovvero, creare un meccanismo che permetta dei trasferimenti condizionali dal bilancio europeo verso gli stati membri, bisogna partire innanzitutto dai vantaggi che potrebbero derivarne.

Con l'implementazione del NextGenerationEU e alla luce del fatto che la maggior parte dei fondi appartengono alla Recovery and Resilience Facility (RRF), una sorta di apparato è stato già creato per permettere alla commissione europea di trasferire somme di denaro agli stati membri, in cambio di riforme strutturali decise in concomitanza con gli obiettivi nazionali ed europei e inserite nei vari piani nazionali di ripresa e resilienza (PNRR). Nonostante le criticità verso questo tipo di sistema, sia da parte dei paesi definiti *core countries*, spaventati soprattutto dal fatto che i trasferimenti potrebbero avvenire senza alcuna controprestazione, sia dai paesi più fragili, su tutti i paesi parte dei c.d. *PIIGS countries*, a loro volta spaventati dall'eccessiva condizionalità, come avvenuto, ad esempio, con la Grecia, i benefici derivanti da un sistema già provato con la pandemia potrebbero essere maggiori. Vero è che, qualora questa opzione dovesse essere perseguita, bisognerebbe strutturare meglio un coordinamento tra programmi per fronteggiare eventuali ricadute e ottimizzare le sinergie, oltre al convincere i *core countries* ad accettare le sovvenzioni condizionali e d'altra parte i paesi con un rapporto debito/PIL più elevato ad un ruolo più intrusivo delle istituzioni sovranazionali nel processo decisionale nazionale riguardante le politiche fiscali. In questo modo, si riuscirebbero a superare definitivamente le difficoltà politiche che oggi mettono in stallo, sia il processo di coordinamento sia quello decisionale.

La terza e ultima opzione consiste invece, nell'incrementare la fornitura di beni pubblici europei, il che a mio avviso, rappresenta la soluzione migliore e il giusto compromesso in una fase di stallo che

necessita cambiamento. Per aumentare l'offerta di beni pubblici bisognerebbe, non solo creare un bilancio europeo ma anche aumentare le risorse a disposizione dell'Unione stessa in modo da permettere ampio spazio di manovra.

In un contesto di crescente interconnessione tra i paesi europei, soprattutto dopo il Covid-19, ma anche di maggiore vulnerabilità dovuta a esternalità negative prodotte dall'invasione russa dell'Ucraina, c'è un bisogno sempre più oggettivo di beni pubblici europei (EPGs)<sup>61</sup>. Ma cosa si intende per EPGs?

I beni pubblici europei sono quei beni e servizi che sono considerati di interesse pubblico a livello europeo e che non possono essere adeguatamente forniti dal mercato o dai singoli stati membri. Inoltre, svolgono un ruolo di fondamentale importanza nel garantire una maggior coesione e prosperità, promuovendo competitività ed innovazione.

Esempi di EPGs riguardano settori come la sanità, la difesa, la sicurezza, i trasporti, il mondo digitale, l'energia, la ricerca e l'innovazione, la gestione della migrazione, la cooperazione allo sviluppo e la gestione delle crisi. Inoltre, essi si dividono in EPGs puri e non, dove nel primo caso essi sono forniti e finanziati dall'Unione Europea, mentre nel secondo caso gli stati membri vengono coinvolti o nel fornirli o nel finanziarli o in entrambi.

Per rendere tutto più chiaro, esempi di EPGs puri sono l'approvvigionamento di vaccini e la creazione dell'autorità europea per la preparazione e la risposta alle emergenze sanitarie (HERA<sup>62</sup>).

Mentre per quanto riguarda i beni pubblici non puri, si fa riferimento come già detto ad un coinvolgimento degli stati membri in una o più fasi del processo di fornitura, ovvero, o nel distribuirli, o nel finanziarli o in entrambi. Qualora gli stati dovessero occuparsi della fornitura, i beni pubblici vengono definiti EPGs "per aggregazione", come ad esempio la realizzazione dei progetti volti a promuovere la doppia transizione, digitale ed energetica, presente nei vari PNRR.

Qualora invece, gli stati dovessero occuparsi del finanziamento, i fondi erogati verranno conferiti al bilancio dell'Unione Europea e verranno spesi per azioni comunitarie, come fatto ad esempio finora per il progetto ERASMUS.

L'ultima categoria nella quale gli stati membri giocano un ruolo sia nel finanziamento che nella fornitura, vengono sempre definiti "per aggregazione" ma a differenza dei precedenti in cui l'Unione giocava un ruolo più invasivo, in questo caso, essi saranno beni pubblici coerenti con gli obiettivi comunitari nonostante i rischi di mercato che tali progetti implicano. Esempi eloquenti sono i c.d. IPCEI<sup>63</sup> (Important Projects of Common European Interest) i quali comprendono a loro volta progetti, ad esempio, nello sviluppo e progettazione di batterie di nuova generazione.

---

<sup>61</sup> Buti e Papaconstantinou, *European Public Goods: How We Can Supply More*.

<sup>62</sup> Commissione Europea, *Autorità per La Preparazione e La Risposta Alle Emergenze Sanitarie*.

<sup>63</sup> European Commission, *IPCEI*.

Ovviamente, nonostante la rilevanza dei beni pubblici non puri, l'Unione Europea dovrebbe concentrarsi maggiormente su quelli puri, innanzitutto per creare un bilancio solido, ma anche per delineare delle priorità ben definite. Per fare ciò, bisogna anche in questo caso superare ostacoli di tipo politico, senza compromettere quelle che sono le priorità nazionali degli stati membri, rendendoli maggiormente consapevoli che determinate problematiche vanno risolte a livello comunitario e non più singolarmente a livello nazionale.

Una soluzione a questo problema può essere l'utilizzo del principio di efficacia, che riguarda i beni per i quali l'approvvigionamento europeo gode di economie di scale, oltre ad essere di portata chiaramente superiore all'offerta singola nazionale. Così facendo, si potrebbe facilmente superare l'ostacolo politico e aumentare la cooperazione tra gli stati membri.

Infine, dovrebbe essere messo in gioco anche l'interesse nazionale, coinvolgendo gli stati membri nel processo decisionale delle priorità. Così facendo, i paesi tendenzialmente più forti sarebbero maggiormente incentivati a collaborare, mentre i più piccoli e deboli godrebbero degli effetti positivi che ne scaturirebbero.

Riuscire a migliorare e incrementare la fornitura di EPGs aiuterebbe significativamente a rafforzare il senso di appartenenza all'Unione da un punto di vista politico e sociale, mentre da un punto di vista economico, aiuterebbe a concretizzare l'adozione di vere e proprie politiche europee e creare una capacità fiscale centralizzata, autonoma rispetto agli stati membri, consentendo all'Unione di programmare meglio il futuro e creare strumenti di resilienza in caso di forti shock che inevitabilmente si troverà ad affrontare.

### 3.6 Verso una nuova armonia: ricostruire l'ordine interno ed internazionale dell'Unione Europea

Con la pandemia e l'invasione russa dell'Ucraina, si è riaperto il dibattito volto a riconciliare quelli che sono gli obiettivi interni ed internazionali dell'Unione Europea.

Per fare ciò, possedere una capacità fiscale centralizzata è di primaria importanza, in quanto, internamente aiuterebbe a raggiungere finalmente un policy mix bilanciato e fornire una quantità adeguata di EPGs, mentre esternamente, contribuirebbe a dare maggiore credibilità al ruolo geo-economico dell'Unione.

Attualmente, l'Unione Europea si trova ad affrontare un altro trilemma<sup>64</sup>, proprio come avviene nel caso analizzato sopra, ma questa volta non solo a livello economico ma anche strategico. Difatti, ad oggi è impossibile avere un forte ruolo internazionale basandosi su un coordinamento tra stati membri regolato da norme ma soprattutto in assenza di una capacità fiscale centralizzata.

Figura 4: Trilemma del ruolo Internazionale Europeo



Fonte: Elaborazione propria

In passato, come nel caso del trilemma precedente, sono state adottate soluzioni, che seppur temporanee, nella maggior parte dei casi non sono riuscite a risolvere i problemi, e spesso l'UE è dovuta intervenire creando strumenti centralizzati per fronteggiare momenti di particolare instabilità e crisi come, ad esempio, il MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) durante la crisi dei debiti sovrani. Pertanto, viste le difficoltà da parte degli stati membri nel superare e gestire meglio non solo i periodi di crisi ma anche periodi di normalità attraverso un coordinamento orizzontale, l'adozione un

<sup>64</sup> Buti e Messori, *Reconciling the EU's Domestic and Global Agendas*.

coordinamento verticale sotto forma di capacità fiscale centralizzata risulta essere nuovamente fondamentale.

Qualora un sistema di questo tipo dovesse essere implementato sarà necessario, a mio avviso, concentrarsi nell'incrementare l'offerta di EPGs, in quanto, soddisfacendo la domanda in settori chiave per lo sviluppo di nuove tecnologie e non solo, come quello energetico, delle telecomunicazioni e dei semiconduttori, si andrebbero a creare esternalità positive di cui tutto il mercato unico europeo gioverebbe, rafforzando anche il soft power europeo nell'attrarre paesi terzi. Inoltre, colmando il divario tecnologico nei confronti di USA e Cina e promuovendo una transizione verde si riuscirebbe a dare maggiore credibilità alla *open strategic autonomy*<sup>65</sup> alla quale dovrebbe aggiungersi anche un sistema di sicurezza europeo.

Come in molti altri settori, l'UE deve riconoscere di star operando nel c.d. *second-best environment*<sup>66</sup>, ma tenendo conto della fattibilità politica, delle successive fasi di integrazione e delle priorità strategiche, sia nel breve che nel lungo periodo, investendo in EPGs in settori come la sanità, l'energia e la sicurezza, si riuscirebbe ad uscire da questa situazione di stallo e arrivare ad una situazione Pareto-efficiente.

In futuro, seppur non molto lontano, perseguire una strategia di riforme economiche e sociali sostenibili senza rafforzare il suo ruolo economico e senza integrare il soft-power di cui sopra, sarà impossibile per l'Unione Europea operare. L'esempio della guerra in Ucraina, il cui shock creato colpisce sia il lato della domanda che dell'offerta, è l'ennesima prova che senza un policy mix congruente, l'UE resta impotente nel fronteggiare crisi di tale portata.

La BCE deve tornare a controllare l'inflazione e i tassi di interesse mentre la politica fiscale, auspicabilmente centralizzata, dovrà continuare ad investire nella doppia transizione e fornire un adeguato sostegno economico.

Infine, come nel caso del NextGenerationEU, un consenso politico diffuso e unanime, non solo contribuirebbe a stabilizzare i mercati, ma aiuterebbe significativamente l'Unione Europea nell'adozione di politiche coerenti, portando ad un guadagno sia economico all'interno dell'Unione e sia di credibilità esterna nell'attuale scacchiere internazionale.

---

<sup>65</sup> Borrell, *Why European Strategic Autonomy Matters*.

<sup>66</sup> Con questa espressione si fa riferimento ad una situazione in cui non si realizzano tutte le condizioni che garantiscono una situazione ottimale in senso paretiano.

## CONCLUSIONE

In conclusione, questa tesi si è proposta di dimostrare l'importanza di integrare la politica monetaria con una capacità fiscale centralizzata nell'Unione Europea al fine di adottare un policy mix congruente, in grado di garantire stabilità e ripresa economica.

Grazie all'analisi dei diversi strumenti e sfide legate alla politica monetaria, si è evidenziato come essa, da sola, non sia più in grado di affrontare efficacemente le sfide economiche attuali e future. La trasmissione degli effetti monetari all'economia reale può incontrare diverse difficoltà, rendendo necessaria un approccio integrato che comprenda anche la politica fiscale.

La politica fiscale, se adeguatamente progettata ed efficace, può svolgere un ruolo complementare alla politica monetaria nel promuovere la crescita economica, mitigare gli effetti delle crisi e stimolare la domanda aggregata. Tuttavia, sono presenti anche problematiche legate alla politica fiscale, come ad esempio la sostenibilità del debito pubblico e la coordinazione tra i diversi Paesi membri.

L'introduzione del NextGenerationEU, nonostante la sua temporaneità, rappresenta un importante passo avanti verso l'integrazione fiscale europea, fornendo una capacità fiscale centralizzata per affrontare le sfide economiche post-pandemia. Questo intervento fiscale straordinario evidenzia la necessità di un approccio integrato che vada oltre la sola politica monetaria, fornendo una risposta congiunta e coordinata a livello europeo.

La crisi senza precedenti causata dalla pandemia di Covid-19 ha messo in evidenza la necessità di immaginare il futuro dell'Unione Europea e grazie alla ricerca effettuata sono emersi possibili scenari futuri che richiedono una maggiore capacità fiscale centralizzata, su tutti l'aumento della fornitura di beni pubblici europei.

Infine, la costruzione di una nuova postura interna ed internazionale dell'Unione Europea oltre a richiedere uno sforzo collettivo risulta essere necessaria per affrontare le sfide e cogliere le opportunità per costruire un futuro sostenibile e prospero nella complessa realtà economica attuale. La collaborazione e la coesione tra i Paesi membri saranno fondamentali per ricostruire l'ordine interno ed esterno dell'UE e per superare le sfide globali.

Solo attraverso una visione olistica e una cooperazione rafforzata sarà possibile costruire un futuro solido e prospero per l'UE in un'era di grande cambiamento.

## BIBLIOGRAFIA

- Afonso, A. e Sousa-Leite J., “*The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO.*” *The Manchester School* 88, no. S1 (17 Agosto, 2020): 151–71. <https://doi.org/10.1111/manc.12335>.
- Banca Centrale Europea, “*Comitato Esecutivo*”, n.d., <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.it.html>.
- Banca Centrale Europea, “*Consiglio Direttivo*”, n.d., <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>.
- Banca Centrale Europea, “*Consiglio Generale*”, n.d., <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.it.html>.
- Banca Centrale Europea, “*Dichiarazione Sulla Strategia Di Politica Monetaria Della BCE*”, 2021. [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monopol\\_strategy\\_statement.it.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.it.html).
- Banca Centrale Europea, “*Sottoscrizione Del Capitale*”, n.d., <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.it.html>.
- Banca d’Italia, “*I Programmi Di Acquisto Di Titoli Pubblici e Privati Dell’Eurosistema*”, n.d., <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/>
- Bartsch E., Bénassy-Quéré A., Corsetti G., Debrun X., “*It’s All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*”, *Geneva Report on the World Economy* 23, London, CEPR, 2020, <https://www.cimb.ch/uploads/1/1/5/4/115414161/geneva23.pdf>
- Bassetto, M., e Sargent T., “*Shotgun Weddings between Fiscal and Monetary Policies*”, *Annual Review of Economics*, vol.12, pp. 659-690, 2020.
- Blanchard, O., e Gali, J., “*Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model*”, Novembre, 2005. <https://doi.org/10.3386/w11806>.
- Borrell, J., “*Why European strategic autonomy matters*” | EEAS, 2 Dicembre, 2020. [https://www.eeas.europa.eu/eeas/why-european-strategic-autonomy-matters\\_en](https://www.eeas.europa.eu/eeas/why-european-strategic-autonomy-matters_en).
- Buti, M., e Papaconstantinou, G., “*European Public Goods: How We Can Supply More*” CEPR, 31 Gennaio, 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/european-public-goods-how-we-can-supply-more>.

- Buti, M., e Fabbrini S., “*Next Generation EU and the Future of Economic Governance: Towards a Paradigm Change or Just a Big One-Off?*”, *Journal of European Public Policy* 30, no. 4 (23 Novembre, 2022): 676–95. <https://doi.org/10.1080/13501763.2022.2141303>.
- Buti, M., e Gaspar V., “*Maastricht Values.*” CEPR, 8 Luglio, 2021. <https://cepr.org/voxeu/columns/maastricht-values>.
- Buti, M., e Messori M., “*Euro Area Policy Mix: From Horizontal to Vertical Coordination*” CEPR Policy Insights No.113, Ottobre 2021. [https://cepr.org/system/files/publication-files/103129-policy\\_insight\\_113\\_euro\\_area\\_policy\\_mix\\_from\\_horizontal\\_to\\_vertical\\_coordination.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/103129-policy_insight_113_euro_area_policy_mix_from_horizontal_to_vertical_coordination.pdf).
- Buti, M., e Messori M., “*Reconciling the EU’s Domestic and Global Agendas*”, CEPR, 11 Aprile, 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/reconciling-eus-domestic-and-global-agendas>.
- Buti, M., e Papaconstantinou, G., “*The Legacy of the Pandemic: How Covid-19 Is Reshaping Economic Policy in the EU*”, CEPR Policy Insights No.109, Aprile 2021. [https://cepr.org/system/files/publication-files/103125-policy\\_insight\\_109\\_the\\_legacy\\_of\\_the\\_pandemic\\_how\\_covid\\_19\\_is\\_reshaping\\_economic\\_policy\\_in\\_the\\_eu.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/103125-policy_insight_109_the_legacy_of_the_pandemic_how_covid_19_is_reshaping_economic_policy_in_the_eu.pdf).
- Buti, M., Von Hagen J., Turrini A., “*Euro Area Fiscal Policies and the Crisis*”, OCCASIONAL PAPER, SERIES 109, 2012. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp109.pdf>.
- Commissione Europea, “*Autorità per La Preparazione e La Risposta Alle Emergenze Sanitarie*” n.d. [https://commission.europa.eu/about-european-commission/departments-and-executive-agencies/health-emergency-preparedness-and-response-authority\\_it](https://commission.europa.eu/about-european-commission/departments-and-executive-agencies/health-emergency-preparedness-and-response-authority_it).
- Commissione europea, “*Piano per La Ripresa Dell’Europa*” n.d., [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it).
- Darracq-Paries, M, e De Santis R. “*A Non-Standard Monetary Policy Shock: The ECB’s 3-Year LTROs and the Shift in Credit Supply*”, *Journal of International Money and Finance* 54 (Giugno 2015): 1–34. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.02.011>.
- De Grauwe, P., “*Economics of Monetary Union*”, Oxford University Press, 2012.
- De Grauwe, P., “*Euro Area Fiscal Policies and Capacity in Post-Pandemic Times*”, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies, Luglio 2021. <https://doi.org/10.2861/457540>.

- Delivorias, A., “*The ‘general Escape Clause’ within the Stability and Growth Pact*”, EPRS | European Parliamentary Research Service, Marzo 2020, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/649351/EPRS\\_BRI\(2020\)649351\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/649351/EPRS_BRI(2020)649351_EN.pdf).
- Eichenbaum, M., “*Some Thoughts on Practical Stabilization Policy*”, American Economic Review, Vol. 87(2), pp. 236–30, 1997.
- El-Erian, Mohamed, A. “*The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*”, Random House Publishing Group, 2017.
- European Central Bank, “*Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi*”, European Central Bank, July 26, 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- European Commission, “*Recovery and Resilience Facility*”, n.d., [https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility\\_en](https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_en).
- European Commission. “*IPCEF*” n.d., [https://competition-policy.ec.europa.eu/state-aid/legislation/modernisation/ipcei\\_en](https://competition-policy.ec.europa.eu/state-aid/legislation/modernisation/ipcei_en).
- Ferrero, G., Pietrunti, M., e Tiseno, A. “*Benefits of gradualism or costs of inaction? Monetary policy in times of uncertainty*”, Economic working papers, N. 1205, Bank of Italy, 2019.
- Ferrero, G., Pisani, M., e Tasso, M. “*Policy Mix during a Pandemic Crisis: A Review of the Debate on Monetary and Fiscal Responses and the Legacy for the Future*”, Questioni Di Economia e Finanza, Bank of Italy, Giugno 2021, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0623/QEF\\_623\\_21.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0623/QEF_623_21.pdf)
- Freier, M, Grynberg, C, Connell, M, Rodríguez-Vives M, Zorell N, and European Central Bank, “*Next Generation EU: A Euro Area Perspective*”, European Central Bank, 15 Febbraio, 2022, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202201\\_02~318271f6cb.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202201_02~318271f6cb.en.html).
- Friedman, M., e Schwartz, A. J., “*A Monetary History of the United States*”, 1867-1960, Vol. 9. National Bureau of Economic Research Publications, 1971, <https://doi.org/10.1604/9780691003542>.
- Gazzetta IT ufficiale dell’Unione europea. “*TFUE*”, 2012, <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:it:PDF>.

- Okun, A., “*Potential GNP: Its Measurement and Significance*”, Book. 1° ed., Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, New Haven, Conn, 1963.
- Parlamento Europeo, “*Storia Dell’Unione Economica e Monetaria | Note Tematiche Sull’Unione Europea | Parlamento Europeo*”, 31 Agosto, 2022, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/79/storia-dell-unione-economica-e-monetaria>
- Parlamento Europeo. “*Riesame Del ‘Six-Pack’ e Del ‘Two-Pack’*”, Dicembre 2014, <https://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542182-Review-six-pack-two-pack-IT.pdf>.
- Peersman, G., e Smets F., “*The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis (Mtn Conference Paper)*”, SSRN Electronic Journal, 2001, <https://doi.org/10.2139/ssrn.356269>.
- Rakic, D., “*Politica Monetaria Europea*”, Note Sintetiche Sull’Unione Europea, Settembre, 2022, [https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU\\_2.6.3.pdf](https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.3.pdf)
- Roncaglia, A. “*Lineamenti Di Economia Politica*”. 3rd ed. Laterza, 2001.
- Scheinert, C., “*European Investment Stabilisation Function (EISF)*”, EPRS | European Parliamentary Research Service, Gennaio 2019, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/630361/EPRS\\_BRI\(2019\)630361\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/630361/EPRS_BRI(2019)630361_EN.pdf).
- Sloman, J., e Garratt, D., “*Essentials of Economics*”, 2016.
- Tobin, J., “*The Monetary-Fiscal Mix in the United States*”, Cap. 14 in *Policies for Prosperity*, MIT Press, 1987.
- Treccani, “*Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) in “Dizionario di Economia e Finanza.”* n.d., [https://www.treccani.it/enciclopedia/sistema-europeo-di-banche-centrali\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)](https://www.treccani.it/enciclopedia/sistema-europeo-di-banche-centrali_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)).
- Treccani, *Banca Centrale Europea*, n.d. <https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-centrale-europea>.
- Unione Europea, “*L’euro - Storia e Finalità | Unione Europea*” n.d., [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/history-and-purpose\\_it](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/history-and-purpose_it).

- Zlobins, A., “*Macroeconomic Effects of the ECB’S Forward Guidance*”, *Empirical Economics* 61, no. 5 : 2587–2611, 17 Novembre, 2020, <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01981-6>.

## INDICE DELLE FIGURE

- Fig.1 tratta da: European Central Bank, “*Eurosystem Balance Sheet*”, European Central Bank, 20 Febbraio, 2023. <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>.
- Fig. 2 tratta da: Eurostat, “*Money market interest rates - annual data*”, 6 Maggio, 2023. [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/IRT\\_ST\\_A\\_custom\\_5691979/default/line?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/IRT_ST_A_custom_5691979/default/line?lang=en).
- Fig. 3 tratta da: European Central Bank, “*Asset Purchase Programmes*”, European Central Bank, 5 Aprile, 2023. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

# SUMMARY

## INTRODUCTION

The economy of the European Union (EU) is subject to a constant process of evolution and adaptation, influenced by a series of internal and external factors. To start with, monetary policy per se is neither enough to guarantee economic stability in normal times nor capable to bolster sufficient recovery from crisis or shocks on the supply or on the demand side. By contrast, it is necessary to integrate the current economic structure of the Union with centralised fiscal capacity, in order to implement a more adequate policy mix to tackle current and future economic challenges. To do so, the first chapter will examine the set of instruments and challenges related to monetary policy, fiscal policy and policy mix on a theoretical level. Firstly, monetary policy will be discussed by exploring the variety of monetary policies to be adopted and by evaluating potential problems that may arise from monetary effects on the real economy. Then, the focus will be placed on fiscal policy, by evaluating both the effectiveness of fiscal measures and related difficulties. Lastly, the concept of policy mix will be presented in relation to the importance of choosing the most adequate policy mix to attain various goals, including stability, growth and economic recovery.

On the contrary, the second chapter will explore the evolution of the context in which monetary and fiscal policy have been enforced within the European Union from the birth of the ECB and the Maastricht Treaty. In connection with the structure of the European Central Bank (ECB), a similar focus will be dedicated to the series of both conventional and non-conventional policies adopted throughout the years. Equally important, an overview of the current European fiscal framework will be presented in relation to the NextGenerationEU, given its nature as a sui generis fiscal intervention to tackle post-pandemic economic challenges and given its potential to progress towards European fiscal integration. Then, the last chapter, namely the heart of the whole research, will be focused on the progressive construction of the future of the European Union in a new epoque of changes and challenges. Starting from examining the need to rely on a more integrated approach that goes beyond a purely monetary policy, it will be useful to investigate the trilemma faced by the EU in the last decades. Similarly, the European future will be examined in relation to those new scenarios born from the revolutionary impact of Covid-19, which revolve around the creation of a centralised fiscal capacity, in particular the increase in EPGs' supply.

To conclude, my research will deal with the construction of a new domestic and international standing of the European Union, in a context made of challenges and opportunities which must be taken into account for a sustainable and prosperous future in the complex economic reality of modern times.

## CHAPTER 1

This chapter explains and analyses monetary and fiscal policies, including the use of a mix of policies aimed at achieving economic stability, growth and recovery. The main focus is dedicated to the series of advantages offered by the simultaneous enforcement of both policies. In the past, fiscal policy was seen as the preferred instrument to control the economy, while monetary policy was applied to prevent excessive fluctuations in the interest rate. Nevertheless, from the 1970s onwards, politicians started to count on monetary policy as an additional instrument of control. The direct relation between monetary supply and inflation has enhanced general interest towards monetary policy and controlling the inflation has become the primary macroeconomic goal to be attained through rigorous monetary policies. Today, the European Central Bank designs and enforces monetary policy on the euro area, in light of the primary goals of controlling monetary supply and preserving the inflation rate at 2%. Monetary policy of central banks is aimed to maintain price stability and to prevent both inflationary and deflationary shocks by altering interest rates and by controlling monetary supply. More specifically, the ECB sets the inflation target at 2% and try to ensure fiscal stability by providing liquidity to central banks. Indeed, price stability is of crucial importance for predicting future economic trends and for securing both the value and the purchasing power of currency.

Therefore, the Central bank relies on open market operations to implement monetary policy, in such a way as to maintain long-term confidence in the currency. More in detail, restrictive policy requires the selling of titles in exchange for money, supply reduction and increase in the interest rate, while expansionary policy is based on the acquisition of titles through newly created money, supply increase and interest rate's lowering. However, the transmission of monetary policy to the economy may be hampered by banks' reluctance in granting loans or liquidity traps, which preempts them from altering interest rates. Indeed, liquidity trap and exceeding of the lower limit reduce the effectiveness of monetary policy, other than urging the complementary adoption of fiscal policy through policy mix. At the same time, fiscal policy, including automatic stabilisers, affects income and national budgets in a cyclical way, despite its close relation with State's expenditures and gains. In terms of discretionality, any expansion derives from a more consistent public expenditure or significant tax reduction, while any restriction is caused by increase in taxation or cut in public expenditure. Fiscal policy is capable of influencing aggregate demand and minimising the output gap. However, it depends on many factors and may cause undesired effects, like inflation or conflicts with social programs. Moreover, efficiency is contingent on the degree of predictability and timing of variations in both taxation and public expenditure.

Active fiscal policies may be dangerous for states since they can worsen debt and discourage demand for investment, while monetary policies may be neutral with respect to systemic changes.

Therefore, a coordinated approach between the two policies may be helpful to attain macroeconomic objectives, even though it requires adequate diagnosis and evaluation of context so as to avoid undesirable effects.

Structural and temporal factors also affect macroeconomic fluctuations. Structural changes may concern demography, innovation, public preferences and institutions while macroeconomic shocks may cause hysteresis when unemployment caused by malfunctioning of the job market keeps existing following the elimination of factors responsible for its increase.

Discretionary fiscal policies might be ineffective due to implementation delays, which might cause the displacement of private investment. Monetary policy may also find it difficult to stimulate demand in extreme circumstances, which call for non-conventional measures and public investment in unstable and changing economic structures.

In times of crisis, monetary and fiscal authorities should be aware of their interdependence to generate an adequate stimulus by combining the two policies, which becomes necessary to achieve the best possible macroeconomic result through different optimal combinations.

This mix of macroeconomic policies should stabilise on the basis of an anti-cyclic orientation, in such a way as to obtain a coherent and congruent mix. Consistency between policies has the potential to mitigate two risks intrinsic to the coordination between fiscal and monetary policies, namely overloading political instruments and reducing fiscal and/or monetary space. Optimal policy mix ultimately depends on the coordination between fiscal and monetary authorities, who must be capable of achieving a Pareto-efficient solution. However, decision-making processes for fiscal and monetary policy are determined by separate logics and pursue different objectives, deadlines and responsibility mechanisms, which make it more difficult to attain the required level of coordination.

## **CHAPTER 2**

This chapter deals with the role of the European Central Bank (ECB) in the implementation of monetary policy in the eurozone, together with an overview of the current European fiscal mechanism and the innovative role of the NextGenerationEU.

The Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) addresses the competences of the European Central Bank and emphasises the key role of an independent Central Bank in maintaining price stability and preventing inflationary tendencies.

Thanks to the visual representation provided by some graphs, it is possible to show the evolution of the ECB budget from 2000 to 2023, by underlying major periods of instability caused by the financial crisis of 2008, the sovereign debt crisis of 2010 and the current pandemic crisis. The substantial budgetary increase is primarily due to expansionary monetary policies and acquisition of titles issued by residents from the eurozone.

The ECB adopts both conventional instruments of monetary policy like open market operations (OMOs) and non-conventional ones, in order to regulate the flow of money supply and to stabilise interest rates and liquidity conditions. More specifically, OMOs consist of the acquisition and/or selling of titles to regular counterparts while the ECB is responsible for initiating them and for taking care of technical issues, including interest rates and deadlines.

It is also necessary to consider the effective lower bound (ELB), other than the zero lower bound (ZLB), in the quality of main limits to conventional monetary policies. Indeed, the ECB has frequently relied on non-conventional strategies to overcome these limits through the adoption of alternatives like LTROs, forward guidance, quantitative easing and OMT.

The ECB has enforced long-term refinancing operations for the first time in 2011 to provide liquidity to banks, which have integrated with other LTROs in 2014 aimed to increase the volume of loans to the real economy, while long-term refinancing operations for the pandemic emergency (PELTRO) have been introduced in 2020. 2014 also saw the birth of the asset purchase program (APP), in which the public sector purchase program (PSPP) is the most important. In 2020, the pandemic emergency purchase program (PEPP) with the purpose of facilitating the transmission of monetary policy, so as to guarantee adequate liquidity and to sustain investments during crisis.

With respect to fiscal union, in the last thirty years debates have revolved around the necessity to coordinate fiscal European policy with the aim of guaranteeing major coordination between institutional members and supranational instruments. More specifically, the European budgetary plan was consistently modified, especially in the last 15 years, through the introduction of the Stability and Growth Pact and future revisions, including the introduction of the Fiscal Compact in 2014, which led to the adoption of two core measures, namely the Six Pack and the Two Pack, introduced during the sovereign debt crisis to better oversight state members' budget.

The Stability and Growth Pact (SGP) aspires to maintain a divide between public and private, and between public deficit and debt a single European member below defined threshold. Although these measures were successful in the past, they received major criticisms from both economically unstable countries, like the GIIPS countries, and from relatively stable partners, especially during the internal crisis of Covid-19.

The NextGenerationEU was introduced in a similar war, by addressing the limits of PSC and by stabilising the centralised fiscal capacity of the EU for the first time.

Thanks to the adoption of this instrument, the EU provides money to simulate the economy and contrast the effect of the pandemic on the economy through a supranational approach. This program requires a total of 806,9 billion euro, made of 385,8 billion euro in loans and 338 billion euro of non-repayable grants. Member states receive funds from the EU to enforce structural reforms in line with

supranational priorities, but they are required to present a National Recovery and Resilience Plan to accede to those financing-

The conditionality of this plan establishes a relation of cooperation between supranational institutions and governments of member states.

### **CHAPTER 3**

The third and last chapter is aimed to conduct a critical analysis of the main weaknesses of the EU, other than offering solutions for real economic growth, starting from the adoption of the NextGenerationEU.

Although the Economic and Monetary Union of the European Union (EMU) aspires to greater integration, EU member states have always hesitated in giving up their decisional and budgetary powers, which are crucial for domestic politics.

While the main debate about greater fiscal integration has widened during the financial crisis, the creation of a centralised fiscal authority is still a taboo. The Covid-19 pandemic has changed everything, by allowing the EU to reinforce its financial power in this uncertain context through the initiative known as NextGenerationEU. Even though it cannot be considered as totally new given that many reforms were already on their way, still, it proves the capacity of member states to cooperate in the field of fiscal policy, after the pandemic has shown limits and difficulties resulting from the exclusive use of monetary policy and the European asymmetry in addressing these shocks.

Most affected countries by Covid-19 were already extremely vulnerable prior to the outbreak of the pandemic, which urges a coordinated fiscal policy for a more efficient and stable recovery. Therefore, the NextGenerationEU is a fundamental pillar of the EU, by representing the evolution towards a fiscal system with the potential of allowing specific and efficient interventions and of renewing solidarity among states.

Even though European monetary policy enacted by the ECB has been essential to stabilise the eurozone after the crisis, its limits clearly emerged during the pandemic. ECB's non-conventional policies were aimed to provide more liquidity and to absorb shocks, but long-term stability requires a more integrated approach between monetary and fiscal policies, so as to attain the primary goal of the Central Bank, namely guaranteeing price stability through the combination of adequate policies to stimulate demand and investment and to balance anti-inflationary pressures. This approach was necessary because the extensive use of unconventional monetary policy reaches its effective lower bound, which makes it incapable of improving the situation. This is a consistent challenge to the ECB in the adoption of alternative policies to inject liquidity in the economy during crisis, including the Covid-19, which has given rise to concern among economists about the potential of the ECB

quantitative easing to become inefficient in the long-run, up to the point that it may be useful to rely on a fiscal stimulus for a more egalitarian distribution of resources. Moreover, due to asymmetric consequences of the crisis, fiscal stimulus is necessary to address member states' needs, which could not be matched by the unitary character of the monetary policy.

It is also interesting to reflect upon the transmission mechanism of the monetary policy, namely the process through which measures adopted by the ECB affect the real economy and prices, so that malfunctioning in distribution channels prevents the effective circulation of liquidity and undermines the whole mechanism of transmission.

Prior to the financial crisis, EU fiscal policies were not counter cyclical enough, which granted member states a limited space of manoeuvre during shocks, proved the need of fiscal consolidation and limited the effect of automatic stabilisers.

The EU has addressed multiple crises in the last 15 years and has preferred different responses to each of them, including the adoption of a more invasive system to deal with the pandemic by learning from past mistakes. However, the situation is far more complex due to the current trilemma faced by the Union, namely the Maastricht criteria to regulate national fiscal policies, the limit imposed by the effective lower bound on monetary policy and the continuous absence of a centralised fiscal capacity. The absence of a centralised fiscal authority, together with the effectiveness of the monetary policy influenced by the effective lower bound and by the inflation target of 2%, demonstrate how the stabilisation of fiscal policy may require either the overruling of Maastricht criteria or the creation of a centralised fiscal capacity at the supranational level. Furthermore, the absence of a vertical system of coordination makes it more difficult to agree on a coordinated strategy at a fiscal level, starting from asymmetric positions of member states.

Therefore, facing the unique responsibility of managing the situation, the ECB has adopted monetary policies to solve the trilemma and to maintain economic stability in the Eurozone from the financial crisis of 2008 onwards. At the same time, the pandemic has shown major weaknesses internal to the structure of the Eurozone and to the Maastricht Treaty, which have caused the mismanagement of the trilemma and structural weaknesses of the Eurozone, other than showing the effectiveness of fiscal instruments in operating for a temporary stabilisation of the economy in a complementary way to monetary policy. Indeed, the NextGenerationEU in the quality of a centralised fiscal instrument, and monetary instruments like the PEPP and PELTRO, have helped countries from the Eurozone to tackle the current crisis. Furthermore, the complementary application of these instruments proves how vertical fiscal coordination between member states and supranational instruments is necessary to address challenges posed by the pandemic, other than future ones.

Nevertheless, the current solution is only temporary and is responsible for the accumulation of government bonds in the ECB balance, which undermines prospects of long-term stability. Centralised budgetary capacity should be integrated in the architecture of the EU to allow for a more invasive fiscal policy and to save monetary policy from the ELB. To do so, vertical coordination requires a stable and permanent institutional structure, capable of enacting a coherent fiscal policy in normal times.

Among the main options to achieve the goal of vertical coordination and centralised fiscal capacity, it is possible to mention the creation of a centralised stabilisation function, the creation of institutional mechanisms for the conditional transmission of EU budget towards member states, or the increase in the supply of European public goods. Beginning with the former, centralised stabilisation capacity allows for the management of economic activity, aimed to maintain reasonable levels of unemployment and stable levels of inflation. To do so, fiscal policy relies on interest rates, and more specifically, on the use of public expenditure and taxation levels. Although this is the most reasonable option, the c.d. moral hazard represents the most complex aspect of this option, given that it involves an implicit contract between European supervisory authorities and national governments. Indeed, if national governments know that they can rely on the support provided by a central budgetary instrument, especially in case of strong negative shocks, the incentive for them to have a margin in national budgets in normal times or in times of economic growth will be lower.

As far as conditional transfers from the EU budget are concerned, they are already on their way through the National Recovery and Resilience Facility (RRF), which allows for transfers in exchange for structural reforms at the national level. If this option is preferred, it will be necessary to better structure the coordination among different programs to address potential repercussions and to maximise synergies, other than to convince main countries in accepting conditional subsidies and to convince countries with the highest debt ratio in allowing for a more intrusive role of supranational institutions in national decision-making processes about fiscal policies. In this way, it would be easier to overcome political difficulties which are now responsible for deadlock in both coordination and decision-making processes.

The third option refers to the increase in supply of European public goods (EPG), namely goods and services which cannot be adequately offered neither by the market nor by single member states, but which are of common European public interest. As examples of EPGs, it is possible to mention healthcare, defence, security, transportations, digital world, energy, research, innovation, management of migration flows, cooperation for development and crisis management.

EPGs are divided in pure and non-pure categories, given that the former are provided and financed by the EU while the latter involve member states in provision, financing or both. In order to make

EPGs more accessible and to increase EU resources, it is essential for the EU budget to allow for more manoeuvring and to allocate funds to the greater provision of EPGs.

The European Union should prioritise pure public goods to create a more stable budget and to define clear properties, while overcoming political obstacles without undermining national authorities by relying on the principle of efficiency to overcome political barriers and foster cooperation among member states. Indeed, member states' involvement in decision-making would encourage strong states to cooperate and to assist weaker ones, namely the ones with the potential to benefit more from this process.

In conclusion, a wider and better supply of EPGs could reinforce the EU at political, social, and economic level, through the creation of a centralised fiscal capacity for future planning and resilience against shocks. Hence, centralised budgetary capacity is fundamental to obtain the adequate mix between policies, to guarantee an adequate internal supply of EPGs and to offer international credibility of the EU. Increasing the number of EPGs would also contribute to reducing the technological divide between the EU, the USA and China and to promoting green transition, so as to reinforce the credibility of EU strategic and open independence strategy, which should also include a European security system. Furthermore, although the EU is currently working in a second-best environment, investing in specific sectors like healthcare, energy and security would contribute to making the EU more efficient and in overcoming the current deadlock situation. By contrast, promoting more sustainable economic and social reforms without strengthening the economic role of the Union and integrating its soft power would be impossible. Today, the EU remains powerless in the face of the current crisis and the Ukrainian war because of the absence of a coherent policy mix, including control of information and interest rates by the ECB, investment in the double transition and adequate economic support provided by a centralised fiscal policy.

## **CONCLUSION**

To sum up, this thesis was aimed to prove the importance of integrating monetary policy with centralised fiscal capacity at the level of the European Union, so as to adopt a coherent policy mix with the potential to guarantee stability and economic recovery.

By drawing insights from different instruments and challenges related to monetary policy, it has been possible to show how monetary policy alone is not anymore capable of addressing current and future economic challenges. Given that the transmission of monetary effects to the real economy may encounter a series of difficulties, a more integrated approach is necessary and should include fiscal policy.

By contrast, a well-developed and efficient fiscal policy can be complementary to the monetary policy in promoting economic growth, mitigating the impact of crises and in stimulating aggregate demand. However, there are some problems related to fiscal policy, such as public debt sustainability and coordination among member states.

Despite its temporary character, introducing the NextGenerationEU is an important step towards European fiscal integration, by relying on centralised fiscal capacity to address post-pandemic economic challenges. This extraordinary fiscal intervention proves the need for an integrated approach that goes beyond monetary policy alone, in light of a coordinated and joint European reaction.

The unprecedented crisis caused by the Covid-19 pandemic has confirmed the need to think about the future of the EU and to evaluate the role played by centralised fiscal capacity in future scenarios, as well as in the increased supply of European public goods.

In the end, the construction of a new domestic and international stance of the European Union calls for a joint effort to address challenges and to benefit from new opportunities to build a more sustainable and prosperous future for the Union in the complex economic reality of modern times. Cohesion and collaboration between member states will be crucial to rebuild the internal and external system of the Union, as well as to overcome global challenges. Thus, only through a holistic vision and enhanced cooperation will it be possible to build a solid and prosperous future for the EU in such an era of great change.

*Ai miei genitori a cui devo tutto; impegno, dedizione ed etica del lavoro.  
Ai miei nonni e alle mie nonne, fulcro della mia vita; senza di loro nulla sarebbe stato possibile.  
A mia sorella, per avermi insegnato il valore della condivisione.  
Ai miei amici, per esserci sempre nei momenti importanti.  
A Francesca, per essere un supporto costante nonché indispensabile.  
A me, per l'impegno e la costanza, per tutte le rinunce e i sacrifici fatti.*