

ECONOMIA E FINANZA

# RIFORMARE LE REGOLE EUROPEE

**Andrea Boitani e Roberto Tamborini**  
Dicembre 2021



Nuove misure di politica fiscale sono necessarie per permettere una ripresa economica stabile e sostenibile.



Le vecchie regole fiscali sono diventate inutili, poiché entrano in vigore solo in caso di deficit elevati ed ora, a maggior ragione con la pandemia, non sono più sostenibili, poiché portano a una maggiore instabilità.



Una riforma delle regole di politica fiscale deve in ogni caso tenere conto della mutata situazione causata anche dalla pandemia.

## RIFORMARE LE REGOLE EUROPEE



Nuove misure di politica fiscale sono necessarie per permettere una ripresa economica stabile e sostenibile.



Le vecchie regole fiscali sono diventate inutili, poiché entrano in vigore solo in caso di deficit elevati ed ora, a maggior ragione con la pandemia, non sono più sostenibili, poiché portano a una maggiore instabilità.



Una riforma delle regole di politica fiscale deve in ogni caso tenere conto della mutata situazione causata anche dalla pandemia.



# Indice

<b>1</b>	<b>LE REGOLE FISCALI DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA COMPIONO TRENT'ANNI.</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>IL TRILEMMA DELLA UEM</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>ANCORA REGOLE <i>VERSUS</i> DISCREZIONALITÀ?</b>	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>GUARDANDO AVANTI</b>	<b>5</b>
<b>5</b>	<b>RACCOMANDAZIONI</b>	<b>7</b>
	Riferimenti.....	8

## 1 LE REGOLE FISCALI DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA EUROPEA COMPIONO TRENT'ANNI.

Perché una unione monetaria deve avere delle regole fiscali? In breve: per proteggere i paesi membri dalle esternalità prodotte dalle scelte di politica fiscale degli altri paesi membri, in assenza delle barriere protettive costituite dalla variabilità del tasso di cambio e dai limiti ai movimenti di capitale. Ciò è tanto più vero nel caso della UEM, priva di un governo federale, in cui la sovranità fiscale rimane in capo ai governi dei paesi membri (Gros 2021). Questo principio basilare è stato recepito nel Trattato di Maastricht, entrato in vigore nel 1992, ed è stato poi articolato nel sistema di regole sancite nel Patto di Stabilità e Crescita (PSC) del 1997, il quale costituisce tutt'oggi il pilastro fiscale della UEM, pur con significative modifiche culminate nel Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance dell'Unione, il c.d. «Fiscal Compact» del 2012.

I tre decenni a cavallo tra XX e XXI secolo da che son state concepite le regole fiscali della UEM sono stati marcati da cambiamenti molto profondi, economici, sociali, politici, legati a tre crisi di scala mondiale: l'attacco alle Torri Gemelle di New York nel 2001, la crisi finanziaria globale e la «Grande Recessione» nel 2008–09, la pandemia Covid-19 nel 2020. Il dibattito sul bilancio della «costituzione fiscale» della UEM è aperto, e naturalmente vengono evidenziate sia luci che ombre (ad es. Regling 2021). Tuttavia, l'analisi della crisi e stagnazione europea degli anni Dieci, e la sfida eccezionale rappresentata dalla pandemia, hanno spostato il pendolo dei giudizi verso un crescente anacronismo delle regole fiscali e l'improponibilità di una restaurazione dello *status quo ante* la fase pandemica.

Le regole vigenti prima dell'esplosione del Covid erano state pensate nella temperie culturale degli anni Ottanta e Novanta del secolo scorso, quando si dava poco credito all'efficacia della politica fiscale sul livello dell'attività economica e dell'occupazione, e si riteneva che a tutto potesse provvedere la politica monetaria. Da tempo sappiamo che così non è. La politica fiscale, soprattutto quando i tassi di interesse sono vicini allo zero (se non sotto) e l'economia è depressa, diviene strumento necessario e molto potente per innescare la ripresa e renderla stabile e sostenibile nel tempo. Le vecchie regole fiscali europee, sospese dal marzo 2020, guardavano solo a un tipo di esternalità: quella dovuta all'eccesso di debito e/o deficit di uno o più paesi, che mette a rischio la stabilità finanziaria e genera pressioni a favore della monetizzazione del debito da parte della BCE oppure a favore di trasferimenti tra gli stati per salvarne uno o alcuni dal default (Martin et al., 2021, p. 2).

La politica di stabilizzazione era, in linea di principio, interamente affidata alla banca centrale, pur essendo noto che, in una unione monetaria, essa non riesce pienamente nel compito quando gli shock sono asimmetrici, cioè colpiscono in misura e/o in direzione diversa i diversi paesi membri (Bofinger, Mayer, 2007). Inoltre, venivano sostanzialmente ignorate le esternalità macroeconomiche dei cambiamenti

unilaterali della politica fiscale da parte di un paese (specie se di grandi dimensioni) in un continente in cui le relazioni commerciali sono molto intense e le catene del valore sempre più integrate. Non solo, regole rigide applicate su base nazionale, senza coordinamento, potevano esasperare le suddette esternalità macroeconomiche, dando luogo a una *fiscal stance* complessiva per l'Area Euro troppo restrittiva più spesso che troppo espansiva. In questo modo, quelle regole non generavano stabilità ma, anche influenzando le aspettative, instabilità.

Un esempio, che guarda al futuro, è utile a capire il punto. La Germania ha programmato di ridurre, in un solo anno, il suo indebitamento netto dai 240 miliardi del 2021 (6,95 % del Pil previsto) agli 80 miliardi del 2022 (2,22 % del Pil previsto) e di tornare poi rapidamente al pareggio di bilancio (*Schuldenbremse*, inserito nella sua Costituzione), apparentemente senza tener conto degli impatti sugli altri paesi dell'Eurozona, come aveva già fatto dal 2011 in poi. Una simile «manovra» di politica economica rientra pienamente nelle vecchie regole fiscali europee, anzi appare la quintessenza dell'ortodossia fiscale. Ma, nella sostanza, è compatibile con una unione monetaria caratterizzata da ampie e profonde esternalità macroeconomiche?<sup>1</sup> Quali potrebbero essere gli impatti di drastiche riduzioni della quantità di strumenti finanziari «sicuri» (come i *Bund* tedeschi) per le scelte di politica monetaria della BCE?

Quelle regole, inoltre, avevano un difetto tecnico che le rendeva pro-cicliche, nonostante le intenzioni contrarie (Darvas, 2019). Con la riforma del PSC nel 2005, lo strumento chiave per la disciplina di bilancio divenne il saldo strutturale del bilancio pubblico in rapporto al Pil, cioè il saldo di bilancio pubblico (in rapporto al Pil) depurato degli effetti del ciclo economico (il bilancio tende a migliorare con l'espansione e a peggiorare con la contrazione) e delle misure *una tantum* e temporanee. Nelle intenzioni questo avrebbe dovuto eliminare la ovvia pro-ciclicità legata al calcolo del mero rapporto tra deficit e Pil<sup>2</sup>. Nel calcolo del saldo strutturale un ruolo cruciale è giocato dal cosiddetto output gap. Tanto più negativo è quest'ultimo (cioè tanto più depressa è l'economia di un paese), tanto minore è il disavanzo strutturale a parità di saldo effettivo (o, come si usa dire, «nominale»). Il problema è che l'output gap non è una variabile osservabile essendo la differenza tra Pil effettivo e Pil potenziale e quest'ultimo, a sua volta non è osservabile, ma stimato a partire da dati del passato (Heimberger, Kapeller, 2017). I valori dell'output gap venivano perciò rivisti in base all'andamento passato del Pil che veniva utilizzato per rifare le stime del Pil potenziale<sup>3</sup>. Così, dopo un periodo di prolungata recessione, la

<sup>1</sup> Buhl, Cohen-Setton e Vallée (2021) hanno stimato che la manovra tedesca rappresenterebbe un impulso fiscale negativo per l'Area Euro pari allo 0,6 % del suo Pil.

<sup>2</sup> Quando, in recessione, il Pil si riduce, il rapporto deficit/Pil aumenta anche se il deficit rimane costante. A maggior ragione il rapporto cresce perché, in recessione, diminuiscono le entrate fiscali e aumentano le spese per gli ammortizzatori sociali.

<sup>3</sup> Altrettanto accadeva con un'altra variabile importante per il vecchio Patto di Stabilità: il tasso di disoccupazione compatibile con un'inflazione salariale che non accelera.

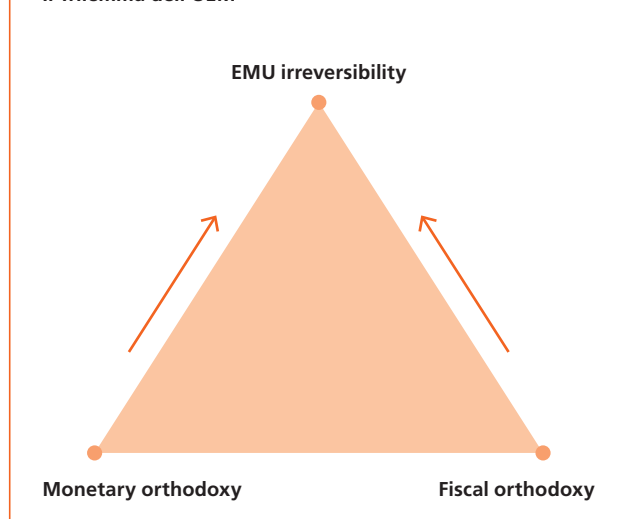
stima del Pil potenziale veniva rivista verso il basso. In tal modo si verificava un avvicinamento del Pil effettivo a quello potenziale, con conseguente riduzione dell'output gap e peggioramento del saldo strutturale, a parità di saldo nominale. Le frequenti revisioni delle stime generavano notevoli incertezze ed errori nella definizione della posizione ciclica di un paese e, di conseguenza, nelle prescrizioni di politiche di bilancio da mettere in atto per rispettare i vincoli fissati dal PSC. Poteva accadere, ed è accaduto, che politiche restrittive venissero raccomandate e in qualche caso attuate quando un'economia era in piena recessione solo perché, secondo le stime, il Pil potenziale si era ridotto e, quindi, era aumentato il deficit strutturale.

## 2 IL TRILEMMA DELLA UEM

I difficili anni Dieci della UEM ci hanno lasciato in eredità una lezione che va al di là del ruolo delle regole fiscali, un quadro che Della Posta e Tamborini (2021) hanno definito come il **Trilemma della UEM** (v. figura 1). Sia in seguito alla «europeizzazione» della crisi mondiale del 2008–09, sia allo scoppio della pandemia, abbiamo osservato che quando la UEM è colpita da importanti **shock sistemici** si possono «salvare» solo due dei suoi tre pilastri: 1) l'integrità dell'Unione Monetaria; 2) l'ortodossia monetaria (priorità della stabilità dei prezzi e divieto di monetizzazione dei debiti pubblici); 3) l'ortodossia fiscale (sovranità fiscale nazionale, sottoposta solo a vincoli di deficit e debito, con l'aggiunta di disciplina di mercato sul debito).

In entrambi gli episodi, l'iniziale difesa delle ortodossie gemelle ha messo in tensione il principio dell'**appartenenza irreversibile** al sistema dell'euro. Nella fase acuta della crisi dei debiti sovrani le tentazioni di «exit» hanno preso forza, governi e istituzioni europee faticavano a contrastarle (ma forse in qualche caso le hanno inizialmente assecondate). I mercati finanziari e valutari cominciavano a scontare il «rischio di ridenominazione» (*redenomination risk*), vale a dire il rischio-paese dell'uscita dall'euro e ritorno alla valuta nazionale (Di Cesare et al., 2012; De Santis, 2015). La messa in sicurezza dell'UEM avvenne unicamente grazie ai programmi di stabilizzazione finanziaria della BCE annunciati nell'estate del 2012 (Wyplosz, 2014). Tali programmi, sebbene conformi ai compiti delle banche centrali come generalmente intesi nel resto del mondo, potevano essere interpretati come una deviazione dall'ortodossia monetaria della UEM (la freccia lungo il lato sinistro del triangolo nella figura 1).<sup>4</sup> Sul fronte fiscale si ebbe invece un irrigidimento delle regole di bilancio e dei piani di consolidamento fiscale, non solo per i paesi maggiormente esposti ai venti della crisi debitoria. Ne risultò un *mix* contraddittorio di politiche economiche che contribuì alla prolungata stagnazione degli anni Dieci, alla caduta della fiducia nella UEM e al rafforzamento dei movimenti sovranisti e anti-euro.

Figura 1  
Il Trilemma dell'UEM



Le disastrose conseguenze economiche dell'arrivo in Europa della pandemia COVID-19 all'inizio del 2020 inizialmente furono fronteggiate, di nuovo, dalla sola BCE predisponendo un piano straordinario di *quantitative easing* (*Pandemic Emergency Purchasing Programme*, PEPP). La risposta fiscale comunitaria fu esitante. Governi e Commissione decisero di sospendere temporaneamente le regole di bilancio, come previsto dai trattati in presenza di eventi avversi di eccezionale gravità, mentre risultava sempre più evidente che affidare la capacità di risposta sanitaria, economica e sociale allo «spazio fiscale» di ciascun governo costituiva una seria minaccia di catastrofe collettiva. Furono necessari lunghi e tesi negoziati intergovernativi fino al luglio 2020 per varare un piano fiscale comunitario di vasta portata di complemento alla politica monetaria (*Next Generation EU*, NGEU), con significativi elementi «eterodossi» come la raccolta di risorse finanziarie attraverso l'emissione di titoli comunitari (la freccia lungo il lato destro del triangolo nella figura 1).

La lezione per il futuro della UEM è che non solo occorre correggere le regole fiscali per evitare le loro conseguenze indesiderate, ma devono essere accompagnate anche da un sistema di salvaguardia dell'integrità della UEM quando essa viene colpita da shock sistemici.

«For extreme adverse events, excessive emphasis on individual liability is counterproductive; in such circumstances the solidarity principle should dominate. The European community thus needs a discussion of the extent to which it is willing to assume tails risks for its members. A commonly acceptable cutoff needs to be identified, agreed upon, clearly communicated, and enforced in future crises» (Brunnermeier et al. 2016, p. 117).

<sup>4</sup> E infatti, come noto, essi furono oggetto di ricorsi presso la Corte Costituzionale tedesca e di un contenzioso tra questa, la BCE e la Corte di Giustizia Europea.

### 3 ANCORA REGOLE VERSUS DISCREZIONALITÀ?

Tra i «segni dei tempi» nei quali vennero concepite le regole fiscali spicca anche una serie di argomenti della dottrina «neoliberista», largamente accettati nella comunità scientifica, a favore della riduzione del perimetro d'intervento della mano pubblica nell'economia, e della necessità di legarla strettamente con regole di comportamento in modo da evitare interventi erratici e discrezionali (sottintendendo che tali interventi fossero per definizione nocivi per la stabilità economica e il benessere dei cittadini) (Kydland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1984). Fino a tempi recenti ebbero meno risonanza studi teorici ed empirici che misero in evidenza i limiti di validità di quella dottrina, in particolare allorché gli «stati del mondo» che devono fronteggiare le autorità di politica economica e gli agenti economici siano di natura incerta (Lohman 1992). In tali circostanze, la capacità di risposta ottimale richiede **flessibilità**, ossia un menù di opzioni alternative al posto di una singola azione predeterminata.

Come ha notato Mario Draghi (2019) nella prolusione all'Università di Bologna per il conferimento della laurea *honoris causa* in Economia, un approccio interamente basato sulle regole non è efficiente, prima di tutto perché le regole sono statiche, cioè «non possono essere aggiornate rapidamente quando si presentano circostanze impreviste, mentre le istituzioni possono essere dinamiche e flessibili nel loro approccio» quando le condizioni economiche cambiano improvvisamente. Le regole, poi, perdono la loro credibilità se applicate con discrezionalità o con una flessibilità spesso opaca. «Ecco perché c'è sempre qualche tensione quando si adottano politiche economiche che seguono l'approccio basato sulle regole». Del resto, affidandosi interamente alle regole (anche le migliori) ci si scontra con il fatto che tutti, anche i governanti e i «costituenti» – cioè coloro che definiscono le regole – hanno conoscenza limitata dell'evoluzione economica futura e ogni possibile scenario è avvolto dall'incertezza in senso forte (non semplice rischio probabilistico). Per dirla con Keynes (1937), nella maggior parte delle situazioni rilevanti sotto il profilo economico e sociale, «semplicemente non sappiamo». Su questo punto, i neoliberali contemporanei, se timorosi delle «trappole» del pensiero keynesiano, potrebbero considerare quanto scrisse Friedrich von Hayek in occasione del conferimento del Premio Nobel:

«If man is not to do more harm than good in his efforts to improve the social order, he will have to learn that in this, as in all other fields where essential complexity of an organized kind prevails, he cannot acquire the full knowledge which would make mastery of the events possible» («The Pretence of Knowledge», Nobel Memorial Prize Lecture, ristampato in *American Economic Review*, 1989, vol. 79, p. 7)».

Da ciò deriva l'inevitabile incompletezza di qualsiasi «contratto» tra paesi sovrani. Non è cioè possibile definire regole che tengano conto di tutte le possibili contingenze future, e anche solo aumentare il numero di contingenze rende rapidamente le regole molto complesse; quindi, di difficile

applicazione e più agevolmente interpretabili e addirittura aggirabili (Blanchard et al., 2021). Non a caso le costituzioni democratiche sono sistemi di principi generali ed astratti, non di regole specifiche, e la traduzione dei primi in norme di comportamento *contingenti* avviene tramite la giurisprudenza, che segue a sua volta regole e disposizioni applicative, ma ammette di necessità un margine controllato di discrezionalità. La discrezionalità è, per così dire, un «male inevitabile» dei contratti incompleti, e lo scopo delle carte costituzionali è di disciplinarla, non di sopprimerla.

Le difficoltà cui si è accennato diventano più acute in un assetto di governance su due livelli (centrale e nazionale) come quello che caratterizza la UEM. Negli Stati Uniti d'America le politiche di stabilizzazione ciclica e quelle per affrontare le grandi recessioni sono chiaramente in mano al governo e al Parlamento federale oltre che della Federal Reserve. Gli Stati hanno vincoli di bilancio (e di debito) relativamente rigidi. E tale rigidità è giustificata e resa credibile proprio dal fatto che gli shock macroeconomici non devono essere affrontati attingendo ai bilanci statali ma a quello federale. Il vecchio PSC imponeva (sulla carta) regole agli stati membri, ma né la Commissione né il Consiglio avevano a disposizione le leve di un bilancio capace di evitare ai singoli paesi di dover aumentare il deficit e il debito pubblico nazionale per far fronte alle recessioni.

L'insistenza nella difesa, sempre meno sostanziale, delle regole e nella negazione della discrezionalità ha prodotto solo il risultato di spostarla dietro le quinte di contrattazioni opache e arbitrarie, talvolta vere e proprie prove muscolari, tra governi e Commissione europea, in cui, come è inevitabile e giusto, la politica si riprendeva il suo primato. Non dimentichiamo che in un regime democratico il mandato elettorale legittima governo e parlamento ad esercitare i loro poteri. **I cittadini elettori vogliono che il governo governi**, prendendo le decisioni necessarie ed opportune in ogni specifica circostanza non predeterminata a priori nel contratto (incompleto) costituzionale. La democrazia vacilla a causa sia della dittatura della maggioranza, sia dell'**impotenza della maggioranza**. In tal modo, la dottrina del legare le mani ai governi ha lavorato di complemento con le forze soverchianti dei mercati globali nel determinare, di fatto e nella percezione popolare, l'esautorazione dei governi eletti ovvero del significato più tangibile della democrazia come mezzo di **espressione efficace della volontà degli elettori**. Fenomeni questi che, forse non a caso, appaiono ora come il combustibile della fiammata «sovranista».

Già nel 2014 il Premio Nobel Michael Spence aveva detto «non ha più senso il gioco di muscoli imperniato su parametri irrealistici, fissati quando la situazione era assai diversa». È ancora più giusto oggi. Perché quei parametri sono divenuti più irrealistici (si pensi soprattutto al 60 % di rapporto debito/Pil, quando la media dell'Eurozona è intorno al 100 %) e perché il gioco di muscoli ha dimostrato di non portare da nessuna parte. Per evitare di cadere nuovamente nella stupidità, bisogna riformare in profondità le regole fiscali, tenendo conto sia del mutato contesto economico e politico che delle nuove conoscenze teoriche ed empiriche nel frat-

tempo maturate. Ormai su questo c'è ampia convergenza tra gli studiosi<sup>5</sup>. Ma occorre anche stabilire i canali, attualmente assenti, di un corretto rapporto tra regole »tecniche« e spazi di legittimo esercizio della discrezionalità di politica economica, propria dei governi in regime di democrazia parlamentare, nel quadro di un sistema multilivello come la UEM.

## 4 GUARDANDO AVANTI

Qualsiasi riforma delle regole di finanza pubblica deve tenere conto delle mutate circostanze.

1) I tassi di interesse sono molto più bassi di quanto fossero negli anni '90, quando le vecchie regole vennero definite, tanto che la spesa per interessi nell'Eurozona rappresenta una quota del Pil molto più piccola che negli anni '90, nonostante il debito sia significativamente più alto. Ciò significa che la soglia di sostenibilità del debito si è alzata e, con elevata probabilità, rimarrà più alta per lungo tempo, considerando la permanenza di un eccesso di risparmio a livello mondiale che tende a comprimere i tassi reali.

2) Dopo il Covid il debito di tutti i paesi della UEM è ampiamente cresciuto rispetto al PIL, motivo per cui il traguardo del 60 % previsto nel vecchio PSC è del tutto fuori della portata di molti paesi (del Sud, ma anche di Francia, Belgio e Austria), se non a costo di una compressione della domanda capace di far precipitare nuovamente il continente nella recessione (Francová et al., 2021). I surplus primari necessari a soddisfare la regola »del ventesimo« prevista dal Fiscal Compact del 2012 sarebbero straordinariamente alti. Per esempio, un paese che avesse raggiunto un rapporto debito/Pil del 160 % (in eccesso di 100 punti sulla soglia del 60 %) per rispettare la regola »del ventesimo« dovrebbe ridurre il rapporto debito/Pil del 5 % nel primo anno e in misura via via decrescente negli anni successivi. Comunque, il rapporto debito/Pil sarebbe ancora vicino al 75 % nel 2060. Anche se il tasso di interesse nominale fosse e rimanesse a lungo pari al tasso di crescita nominale, l'applicazione della regola prevista dal vecchio »fiscal compact« richiederebbe un surplus primario del 5 % del Pil il primo anno e sempre superiore al 3 % fino al 2031. Valori che crescerebbero sensibilmente qualora il tasso di interesse nominale dovesse diventare più alto del tasso di crescita. Un percorso, comunque, davvero poco credibile.

3) Inoltre, il limite del 3 % al deficit/Pil complessivo – capace di stabilizzare il rapporto debito/Pil al 60 % nell'*ipotesi che l'economia cresca a un tasso del 5 % nominale* – è ormai privo di un ancoraggio logico, sia perché il rapporto debito/Pil medio, nell'Eurozona, si trova intorno al 100 %, sia perché una crescita nominale al 5 % (con inflazione al 2 %) è assolutamente fuori dalla portata, salvo che nei primissimi anni di uscita dalla pandemia. Ma il deficit al 3 % è compatibile con la stabilità del rapporto debito/Pil al 100 %, nell'*ipotesi*

più realistica di una crescita nominale al 3 % (1 % di crescita reale e 2 % di inflazione).

4) Il rapporto debito/Pil è, appunto, un rapporto; la sua variazione nel tempo è data dalla variazione del numeratore meno la variazione del denominatore. Quindi una recessione fa aumentare il rapporto anche se non dovesse aumentare il numeratore (cioè il debito). Pretendere che il rapporto scenda sempre e comunque per un lungo periodo di tempo è quindi contrario ad ogni logica. Vero che il vecchio PSC prevedeva la sospensione delle regole in caso di shock aggregati molto ampi (come la crisi finanziaria del 2008 o il Covid), ma l'impatto macroeconomico nel tempo può essere profondamente asimmetrico (come negli anni 2011–2014) e questo rende fragile e praticamente inapplicabile una regola uniforme e tarata su un rapporto in cui la variazione del denominatore ha una elevata varianza tra i paesi membri.

5) Il fatto che i tassi di interesse sono da tempo vicini a zero significa che l'efficacia della politica monetaria si è ridotta un po' in tutto il mondo e che, perciò non ci si può fare troppo affidamento per far fronte ad ampi shock negativi, anche di natura simmetrica. Un maggior uso della politica fiscale a fini di stabilizzazione e le connesse esternalità macroeconomiche devono essere attentamente considerate. In seguito alla pandemia è divenuto evidente che la sostenibilità economica futura dei paesi europei è legata a uno straordinario (ma tutt'altro che temporaneo) sforzo sostenuto dal bilancio pubblico. Fino al 2026 c'è il NGEU, e dopo?

Non è questo il luogo per entrare nel dettaglio (spesso molto tecnico) delle numerose proposte sul tappeto per riformare le regole europee. L'insieme delle considerazioni svolte sopra, però, indicano la strada di un cambiamento profondo, di **natura essenzialmente politica**, prima che tecnica<sup>6</sup>. Cambiamento che deve avere come obiettivo primario garantire una vita futura all'Unione Monetaria.

*A) Dal coordinamento »orizzontale« al coordinamento »verticale«.*

Dovrebbe ormai essere chiaro come non sia più possibile delegare interamente la politica fiscale ai singoli stati membri, vincolati da un insieme di regole che ignorano le esternalità macroeconomiche (Blanchard et al., 2021; Buti e Messori, 2021). L'epoca dei (soli) compiti a casa è finita. Le politiche di bilancio dei singoli stati devono essere controllate più efficacemente e nello stesso tempo coordinate e armonizzate per mantenere un'equilibrata *fiscal stance* dell'Eurozona, in modo da minimizzare gli *spillover* negativi delle singole politiche di bilancio nazionali sugli altri paesi partner. Bisogna anche avere ben chiaro che esiste un *trade-off* tra rigore e rigidità delle politiche di bilancio dei singoli paesi, da un lato, ed esistenza di una *common fiscal facility* dall'altro, ovvero un adeguato bilancio »federale« per far fronte agli episodi recessivi che possono colpire simmetricamente l'Unione o asimmetricamente questo o quel paese membro. Se NGEU e,

<sup>5</sup> Per una sintesi si veda il recente paper dello European Stability Mechanism, di Francová, Hitaj et al. (2021).

<sup>6</sup> Abbiamo già provato a tratteggiarne i contorni in Boitani, Tamborini (2021).



in particolare, SURE (lo strumento di finanziamento comune degli ammortizzatori sociali per esigenze cicliche) divenissero strumenti comunitari permanenti, i vincoli ai bilanci nazionali potrebbero divenire subito più accettabili politicamente e più controllabili, poiché una parte rilevante del «lavoro» di stabilizzazione macroeconomica verrebbe affidata al bilancio comune, finanziato perlopiù da risorse proprie. Se a questo punto non si può o non si vuole arrivare, bisogna accettare che le «regole» siano molto flessibili e sottoposte a una continua ricontrattazione politica.

#### B) Valutazioni tecniche e responsabilità politica

Abbiamo sostenuto che occorre abbandonare la pericolosa illusione di sopprimere la discrezionalità propria degli organi politici con algoritmi automatici. La sostituzione dell'intero impianto basato sulle regole con uno basato sugli standard, come raccomandato da Blanchard et al. (2021), appare condivisibile, ancorché di difficile attuazione nell'attuale assetto definito dal Trattato europeo. Non ci sentiamo invece di condividere il loro suggerimento di affidare il giudizio (e le sanzioni) per il mancato rispetto degli standard alla Corte Europea di Giustizia, dopo che gli stessi standard vengono definiti dal (rinforzato) European Fiscal Board (EFB). Tutto ciò andrebbe nella direzione contraria a quella che sosteniamo in questa nota, che punta ad una chiara distinzione di ruoli tra organi di valutazione tecnica e organi di responsabilità politica. Questi ultimi costituiscono l'ambito dove le valutazioni tecniche sulle condizioni della finanza pubblica dei vari paesi membri, e della UEM nel suo complesso, vengono tradotte in decisioni politiche. Nella UEM l'esercizio della responsabilità politica non può non passare dai governi dei paesi membri, i quali tuttavia devono accettare una condivisione di sovranità con un organo sovraordinato in grado di garantire gli interessi collettivi dell'Unione. A nostro giudizio tale organo non può che essere la Commissione. Questa deve certo avvalersi di strutture tecniche indipendenti, come lo EFB e gli stessi Istituti di bilancio nazionali per svolgere le analisi tecniche e formulare le linee guida per l'implementazione degli standard.

#### C) Dal bilancio annuale alla sostenibilità del debito

È invece pienamente condivisibile il suggerimento di Blanchard et al. (2021) di concentrare l'attenzione sulla sostenibilità del debito pubblico, eliminando il riferimento a numeri fissi e validi per tutti i paesi membri indifferentemente e, soprattutto, liberando l'analisi della sostenibilità dal peso di variabili non osservabili, le cui stime vengano riviste in continuazione (e retrospettivamente) come il PIL potenziale e l'output gap. Per ciascun paese membro dovrebbe essere condotta periodicamente una analisi di sostenibilità, volta a stabilire se il debito sia sostenibile con elevata probabilità, tenendo conto delle specificità di ciascun paese con riferimento alla crescita, alla dinamica della popolazione, all'evoluzione dei tassi di interesse (e quindi della spesa complessiva per il servizio del debito), ma anche alle politiche di bilancio in atto e a quelle previste per il futuro. «L'analisi stocastica permette di catturare l'incertezza che circonda le traiettorie deterministiche del debito ... è divenuta parte delle valutazioni di politica fiscale da parte di numerose istituzioni internazionali» (Martin et al., 2021, p. 6). Questo tipo di

analisi non è semplice e perciò dovrebbe essere affidata a un rafforzato EFB, in collaborazione con le istituzioni nazionali.<sup>7</sup> Se l'analisi di sostenibilità del debito dovesse mostrare che il debito può divenire insostenibile con elevata probabilità, la Commissione (su proposta dell'EFB) dovrebbe concordare con il singolo paese interessato un percorso pluriennale di riduzione del deficit «che bilanci i rischi per la sostenibilità del debito con i costi di aggiustamento in termini di produzione» (Blanchard et al., 2021, p. 21), con l'esplicito obiettivo di evitare per quel paese e per l'intera UEM una crisi di debito.

#### D) Controllo della spesa primaria e salvaguardia degli investimenti pubblici

Lo EFB, già nel 2019, aveva suggerito che in caso una riduzione del debito si rendesse necessaria, si potrebbe ricorrere a un tetto sull'evoluzione della spesa primaria, preservando una quota predefinita di spesa per investimenti (*golden rule*, Truger, 2016). La transizione energetica richiede investimenti enormi e prolungati nel tempo: non è pensabile realizzarli e contemporaneamente mantenere rilevanti avanzi primari in tutti i paesi, a cominciare dalla Germania. È stato notato che, dopo la pandemia, la resilienza e la ripresa si fondano sulla «ricostituzione e l'accrescimento del capitale (specialmente di quello umano e sociale) [che] richiedono che vengano aumentate – per un periodo di tempo determinato – anche spese che oggi i sistemi di contabilità classificano come spese correnti ma che, a guardare bene, sono vere e proprie spese di investimento» (Boitani, Giovannini, 2021). Si pensi alla spesa sanitaria e a quella per istruzione. La contabilità nazionale è una convenzione, ma una convenzione che riflette e trasmette i valori di una società. Non sarebbe irragionevole che la riforma delle regole fiscali europee e l'introduzione della *golden rule* si accompagnasse a una modifica (almeno in via sperimentale) della classificazione di alcune spese cruciali.

Le linee di riforma che suggeriamo soddisfano i requisiti di semplicità e osservabilità delle variabili rilevanti e lasciano spazio a politiche di stabilizzazione quando necessarie e nella misura in cui non siano svolte dalla capacità fiscale comune. È proprio nel superamento di obiettivi numerici fissi e validi *erga omnes* – insieme a una ragionevole flessibilità che consenta di valutare la necessità di deviazioni – che risiede la realizzabilità e, quindi, la credibilità e l'accettabilità politica del modello indicato. Importante sottolineare che gli eventuali percorsi di rientro dai debiti eccessivi devono essere compatibili con il mantenimento di una *fiscal stance* adeguata dell'intera Unione, in modo da minimizzare le esternalità macroeconomiche negative. Il che richiede un coordinamento delle politiche economiche tra i diversi paesi in un quadro di sovranità condivisa.

<sup>7</sup> La complessità tecnica degli indicatori è tollerabile se non si traduce automaticamente in prescrizioni politiche, come ora, ma offre la base di valutazione per concordare le decisioni politiche.

## 5 RACCOMANDAZIONI

In estrema sintesi, cosa dovrebbe fare ora la politica europea?

- Prendere atto che, dopo il Covid-19, ripristinare un insieme di regole procicliche, basate su parametri numerici validi *erga omnes*, in una sorta di Maastricht 2.0, può mettere in pericolo la stabilità e forse l'esistenza stessa dell'Unione Monetaria, proprio nel momento in cui la BCE ha ridotti spazi di manovra.
- Lavorare alacremente per rendere permanente un bilancio »federale« di dimensione adeguata a consentire una politica di stabilizzazione ciclica, basata su una nuova capacità fiscale dell'Unione.
- Chiarire in modo inequivocabile che la politica non abdiccherà alle proprie responsabilità decisionali. La sovranità dei governi nazionali può e deve essere condivisa con la Commissione, ma non con la tecnocrazia, alla quale è invece opportuno affidare compiti di valutazione tecnica anche più ampi degli attuali.
- Riconoscere che le regole devono innanzitutto affrontare l'esternalità derivante dall'insostenibilità del debito pubblico. Impostare i nuovi »standard« fiscali in modo da garantire la sostenibilità nel medio termine dei debiti pubblici nazionali, disegnando per ciascun paese percorsi di rientro nell'area della sostenibilità che non penalizzino l'occupazione.
- Riconoscere la centralità delle esternalità macroeconomiche e, quindi, di una appropriata *fiscal stance* europea.
- Riformare (almeno in via sperimentale) le convenzioni di contabilità nazionale in modo da rendere credibile e funzionale il controllo della spesa primaria nazionale, al netto delle spese di investimento, al fine di comprendere in queste le spese per sanità ed istruzione.

## RIFERIMENTI

- Barro R. J., Gordon D. B. (1984), «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy*, 91, pp. 589–610.
- Blanchard, O., Leandro, A., Zettelmeyer, J. (2021), «Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards», *Economic Policy*, April, 195–236.
- Bofinger, P., Mayer E. (2007), «Monetary and fiscal policy Interaction in the Euro Area with different assumptions on the Phillips curve», *Open Economy Review*, 18, 291–305.
- Boitani, A., Giovannini, E. (2021), «Capitale, debito e piani di ripresa e resilienza», [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 14 gennaio.
- Boitani, A., Tamborini, R. (2021), «The future of the Eurozone: A reflection paper on the North/South divide», in Caetano, J., et al. (eds), *New Challenges for the Eurozone Governance*, Springer, 1–21.
- Buti, M., Messori, M. (2021), «Euro Area Policy Mix: Form Horizontal to Vertical Coordination», *CEPR Policy Insight*, n. 113
- Brunnermeier M. K., James H., Landau J.P. (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton, Princeton University Press.
- Buhl, D., Cohen-Sutton, J., Vallée, S. (2021), «Germany's debt brake and Europe's fiscal stance after Covid-19, German Council of Foreign Relations, DGAP Policy Brief, n.1 February.
- Darvas, Z. (2019), «Why structural balances should be scrapped from EU fiscal rules», *Bruegel Blog*, October 1.
- De Santis R. A. (2015), «A Measure of Redenomination Risk», ECB, Working Paper Series, n. 1785.
- Di Cesare A., Grande G., Manna A., Taboga M. (2012), «Recent Estimates of Sovereign Risk Premia for Euro-Area Countries», *Bank of Italy Occasional papers* n. 128.
- Della Posta P., Tamborini R. (2021) «The existential trilemma of EMU in a model of fiscal target zone», *EconPol Working Papers*, n. 66.
- Draghi, M. (2019), «Sovereignty in a globalised world», *Università degli Studi di Bologna*, 22 febbraio.
- EFB (2019), Assessment of EU fiscal rules, August, [https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en)
- Francová, O., Hitaj, E. et al. (2021), «EU fiscal rules: Reform considerations», *ESM Discussion Paper* n. 17, October.
- Gros D. (2021), «Wrestling with Maastricht in France, Germany and Italy. The Role of the Intellectual Framework», in Liermann Traniello C., Mayer T., Padadia F., Scotto M. (eds.) *The Value of Money. Controversial Economics Cultures in Europe: Italy and Germany*, Villa Vigoni Verlag.
- Heimberger, P. Kapeller, J. (2017), «The performativity of potential output: pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies», *Review of International Political Economy*.
- Keynes, J.M., (1937), «The General Theory of Employment», *The Quarterly Journal of Economics*, 51, 212–223.
- Kydland, F.E., Prescott, E. «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, 1977, vol. 85, 473–491.
- Lohman S. (1992), «Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility», *American Economic Review*, 82, 273–286.
- Martin, P., Pisani Ferry, J., Ragot, X. (2021), «Reforming the European fiscal framework», *Conseil d'analyse économique*, Note n. 63, April.
- Regling K. (2021), Interview with *Der Spiegel*, October 15th.
- Spence, M. (2014), Intervista a *La Repubblica* del 14 agosto.
- Truger, A., (2016), «The Golden Rule of public investment – A necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework?», *IMK, Hans-Böckler-Stiftung, WP No. 168*
- Wyplosz C. (2014), «The Eurozone Crisis: A Near-Perfect Case of Mismanagement», *Journal of Applied Economics*, vol. 33, pp. 2–13.

## AUTORI

**Andrea Boitani** è professore di economia all'Università Cattolica di Milano

**Roberto Tamborini** è professore di economia all'Università di Trento

## EDITORE

Fondazione Friedrich Ebert in Italia  
Piazza Capranica 95 | 00186 Roma | Italia

Responsabile:  
Dr. Tobias Mörschel | Direttore | FES Italia  
Tel.: +39 06 82 09 77 90  
<https://italia.fes.de/>

Ordine/contatto:  
[info@fes-italia.org](mailto:info@fes-italia.org)

Facebook:  
[@FESItalia](https://www.facebook.com/FESItalia)

Twitter:  
[@FES\\_Italia](https://twitter.com/FES_Italia)

L'uso commerciale dei media pubblicati dalla Fondazione Friedrich Ebert non è concesso senza autorizzazione scritta da parte della Fondazione.