

Commissione congiunte

3<sup>a</sup> e 14<sup>a</sup> del Senato (Affari esteri, emigrazione e Politiche dell'Unione europea)

e III e XIV della Camera dei Deputati (Affari esteri e comunitari e Politiche dell'Unione Europea)

**Indagine conoscitiva sulla**  
***Conferenza sul futuro dell'Europa***

Memoria della Banca d'Italia

7 dicembre 2021

## 1. Il dibattito sull'Europa del futuro

I prossimi mesi saranno cruciali per ripensare l'assetto istituzionale, le funzioni e la governance dell'Unione europea. Sono infatti in corso due importanti dibattiti per molti aspetti interconnessi – la *Conferenza sul futuro dell'Europa* e il *Riesame della governance economica della UE* – che forniscono l'occasione per definire concrete proposte di riforma entro il prossimo anno.

La *Conferenza*<sup>1</sup> (*Conference on the future of Europe*), avviata lo scorso maggio e i cui lavori dovrebbero concludersi nella primavera del 2022, è dedicata alla discussione di un insieme molto ampio di temi raggruppati in nove argomenti: cambiamento climatico e ambiente; salute; un'economia più forte, giustizia sociale e occupazione; l'UE nel mondo; valori e diritti, Stato di diritto e sicurezza; trasformazione digitale; democrazia europea; migrazione; istruzione, cultura, gioventù e sport. La *Conferenza* coinvolge un'ampia platea di soggetti: oltre alle istituzioni comunitarie (Parlamento, Consiglio e Commissione), ai Governi e ai Parlamenti nazionali, alle autorità regionali e locali e alle parti sociali, è prevista una partecipazione attiva e diretta dei cittadini – dei giovani in particolare – sia nell'ambito dei panel tematici sia attraverso i contributi forniti alla piattaforma digitale appositamente creata.

Per quanto riguarda il *Riesame della governance (EU economic governance review)*<sup>2</sup>, lo scorso ottobre la Commissione europea ha rilanciato la consultazione che era stata sospesa poco dopo il suo avvio – nel febbraio del 2020 – a causa dello scoppio della pandemia da Covid-19. Alle criticità che erano state individuate allora (relative alla effettiva capacità delle regole di garantire finanze pubbliche sostenibili e di prevenire squilibri macroeconomici, alla eccessiva complessità, all'insufficiente "ownership" nazionale) la Commissione ha aggiunto quelle derivanti dalla pandemia e in particolare l'accumulazione di debito pubblico per far fronte alle conseguenze della crisi (*debt legacy*). Il *Riesame* sarà anche l'occasione per considerare il possibile ruolo futuro degli strumenti introdotti a livello europeo per fronteggiare le conseguenze economiche della pandemia, inizialmente concepiti come straordinari e temporanei. I due esempi più importanti sono il "Sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione in emergenza" (*Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency – SURE*), che consente all'Unione europea di erogare prestiti ai paesi membri fino a 100 miliardi di euro per sostenere l'improvviso aumento delle spese per il mantenimento dell'occupazione, e *Next Generation EU*, che mette a disposizione dei paesi membri oltre 800 miliardi, sotto forma di sovvenzioni e di prestiti, per affrontare la ripresa economica e finanziare investimenti per la doppia transizione, verde e tecnologica, delle economie europee.

---

<sup>1</sup> Per maggiori informazioni sul mandato, sugli organi e sui lavori della Conferenza, cfr. <https://futureu.europa.eu/pages/about?locale=it>.

<sup>2</sup> Per maggiori informazioni sul *Riesame della governance economica*, cfr. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-governance-review\\_it](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-governance-review_it). Lo scorso 1° dicembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha pubblicato la sua posizione circa la Comunicazione della Commissione. Il Consiglio direttivo condivide nel complesso le conclusioni dell'analisi e ribadisce la necessità di completare l'architettura istituzionale dell'Unione anche con riferimento a una capacità di bilancio comune permanente. [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystem\\_reply\\_commission\\_eu\\_economy\\_after\\_covid\\_implications\\_economic\\_governance211202~d2eeec68dc.en.pdf?66dec20c9b6967105543014f88805bf2](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystem_reply_commission_eu_economy_after_covid_implications_economic_governance211202~d2eeec68dc.en.pdf?66dec20c9b6967105543014f88805bf2).

La risposta delle politiche economiche, sia europee sia nazionali, alla crisi pandemica è stata forte e tempestiva. La maggior parte dei paesi europei ha già recuperato o recupererà nei primi trimestri del prossimo anno il livello del prodotto pre-pandemico. Le politiche di bilancio nazionali hanno potuto agire con decisione grazie all'attivazione, nel marzo dello scorso anno, della "clausola di salvaguardia generale", che ha di fatto congelato almeno fino alla fine del 2022 le regole del Patto di stabilità e crescita.

Il tempo che ci separa dalla riattivazione del Patto dovrà essere utilizzato per ripensare in modo organico il quadro della governance economica dell'Unione, con lo scopo di renderlo meno complesso, più realistico negli obiettivi di riduzione del debito pubblico e più orientato alla crescita economica, anche evitando politiche pro-cicliche.

Nel seguito di questa *Memoria* si argomenterà, in primo luogo, che regole di bilancio ben disegnate sono utili – soprattutto se uno stato appartiene a un'unione monetaria – ma che da sole esse non sono sufficienti a garantire politiche di bilancio adeguate. Si ripercorreranno poi l'evoluzione nel tempo del quadro delle regole di bilancio europee e i risultati grazie a esso conseguiti, passando anche rapidamente in rassegna le principali proposte di riforma oggi sul tappeto. Infine ci si soffermerà sui nuovi strumenti comuni che, completando l'architettura istituzionale europea, dovranno affiancare le nuove regole di bilancio.

## **2. Perché regole di bilancio ben disegnate sono utili**

Quando uno shock sfavorevole colpisce l'economia, il ricorso al debito pubblico e un temporaneo aumento del disavanzo sono necessari per attenuare l'impatto della crisi sulle famiglie e sulle imprese, come confermato dalla crisi pandemica. Può essere opportuno ricorrere al debito pubblico anche in tempi normali per finanziare investimenti che generano benefici sociali superiori a quelli privati, o hanno un profilo di costi e rendimenti che – pur essendo positivo in termini di valore presente scontato – risulta difficilmente sostenibile per un soggetto privato (per un impegno finanziario troppo ingente, per rischi troppo elevati o per ritorni troppo dilazionati nel tempo).

Tuttavia l'analisi economica e l'esperienza storica di molti paesi, compreso il nostro, ci ricordano che le scelte collettive possono produrre livelli di disavanzo (e quindi di debito pubblico) superiori a quelli socialmente desiderabili, senza un effetto positivo sulla crescita di lungo termine. Meccanismi simili a quelli che generano questa "preferenza per il deficit" (*deficit bias*) producono anche distorsioni nella composizione del bilancio pubblico, ad esempio favorendo eccessivamente la spesa corrente rispetto a quella per investimenti, e nella tempistica delle scelte, determinando politiche pro-cicliche (espansive nelle fasi macroeconomiche favorevoli e per converso restrittive nelle recessioni).

Le cause del *deficit bias* possono essere molteplici. In primo luogo, le scelte di bilancio potrebbero sfruttare il fatto che i cittadini hanno informazioni parziali rispetto alla situazione dei conti pubblici,

soprattutto in prossimità di scadenze elettorali<sup>3</sup>. In secondo luogo, il *deficit bias* può derivare dalla difficoltà nel ricomporre interessi divergenti tra i diversi gruppi sociali o le diverse aree geografiche di un paese, così come dalla presenza di differenze di natura ideologica. Se vi sono preferenze confliggenti in merito all'ampiezza e/o alla composizione del bilancio pubblico e incertezza sugli esiti elettorali, le forze politiche che in un certo momento sono al governo possono avere incentivi a ricorrere al debito, oltre che per acquisire consenso, anche per ridurre gli spazi di manovra e le risorse a disposizione delle maggioranze successive. Inoltre, se le spese determinano benefici solo per alcune aree o gruppi specifici, ma sono finanziate dalla fiscalità generale, ciascuna categoria tenderà a richiedere una quota eccessiva di risorse, sottostimando gli effetti che questo ha sul bilancio<sup>4</sup>. Infine le generazioni attuali potrebbero non tenere in sufficiente considerazione il benessere di quelle future.

Imporre vincoli – non necessariamente né esclusivamente di natura numerica – alla politica di bilancio può limitare il *deficit bias*, migliorando il benessere sociale, oltre a contribuire a un processo di *budgeting* più trasparente e orientato al medio-lungo periodo.

*Nella letteratura internazionale si fa opportunamente riferimento al concetto di “fiscal framework” per indicare, oltre alle regole numeriche (come quelle che nell’Unione europea fissano gli obiettivi di debito e di disavanzo) anche quelle di natura procedurale (ad esempio, i tempi per la presentazione dei documenti di bilancio, le informazioni che questi devono contenere, chi ha il potere di emendarli) e le diverse “istituzioni” coinvolte nella scrittura, approvazione ed esecuzione del bilancio*<sup>5</sup>.

*Anche se l’evidenza disponibile sembra confermare che ci sia un effetto positivo delle regole sulla disciplina di bilancio, non è facile assicurarsi che tale effetto non dipenda da altre variabili. In particolare, la propensione al disavanzo e la mancanza di regole potrebbero entrambe essere dovute a caratteristiche “strutturali” di una società (frammentazione, conflittualità sociale, ecc.)*<sup>6</sup>.

Nel breve periodo le regole possono ridurre la capacità di rispondere in modo flessibile alle necessità determinate dal contesto economico. È necessario quindi trovare un giusto compromesso tra i vantaggi della discrezionalità e quelli delle regole. Va peraltro rilevato che in alcuni casi questo *trade-off* è solo apparente: in paesi molto indebitati o con finanze pubbliche non sostenibili nel

---

<sup>3</sup> Puviani, A. ([1903] 1973), *Teoria della illusione finanziaria*, Isedi, Milano (Reprint); Rogoff, K. e Sibert, A. (1988), “Elections and Macroeconomic Policy Cycles”, *Review of Economic Studies*, vol. 55(1), pages 1-16.; Shi, M. e Svensson, J. (2006), “Political budget cycles: Do they differ across countries and why?”, *Journal of Public Economics*, vol. 90(8-9), pp. 1367-1389.

<sup>4</sup> Shepsle, K. A. e Weingast, B.R. (1981), “Political Preferences for the Pork Barrel: A Generalization”, *American Journal of Political Science*, vol. 25(1), pp. 96-111; Tabellini, G. e Alesina, A. (1990), “Voting on the Budget Deficit”, *American Economic Review*, vol. 80(1), pages 37-49; Velasco, A. (2000), “Debts and deficits with fragmented fiscal policymaking”, *Journal of Public Economics*, vol. 76(1), pp. 105-125.

<sup>5</sup> Alesina, A. e Perotti, R. (1996), “Fiscal Discipline and the Budget Process”, *American Economic Review*, vol. 86(2), pp. 401-407; Hallerberg, M., Strauch, R. e von Hagen, J. (2007), “The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries”, *European Journal of Political Economy*, vol. 23(2), pp. 338-359.

<sup>6</sup> Per una rassegna di questa letteratura, si possono vedere: Burret, H. T. e Feld, L.P. (2014), “A Note on Budget Rules and Fiscal Federalism”, *ifo DICE Report*, vol. 12(01), pp. 3-11; Wyplosz, C. (2014), “Fiscal Rules: Theoretical issues and historical experiences”, in Alesina, A. e Giavazzi, F. (eds), *Fiscal policy after the financial crisis*, University of Chicago Press, Chicago oppure Heinemann, F., Moessinger, M.D. e Yeter, M. (2018), “Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis”, *European Journal of Political Economy*, vol. 51(C), pp. 69-92.

lungo periodo un'espansione di bilancio in risposta a un andamento congiunturale sfavorevole può avere effetti molto ridotti sui comportamenti di spesa delle imprese e delle famiglie, risultando in uno stimolo molto limitato (per effetto della crescita del risparmio precauzionale e dei premi per il rischio). Un quadro di regole chiaro e rigoroso, ma tale da prevedere eccezioni in caso di eventi avversi fuori dal controllo delle autorità di politica economica, contribuisce ad ancorare nel medio termine le aspettative degli agenti economici e degli investitori finanziari e a evitare un'eccessiva accumulazione di debito anche in tempi favorevoli, supportando l'efficacia di una manovra espansiva.

In un'unione monetaria l'importanza delle regole è ancora maggiore, in quanto il coordinamento delle politiche di bilancio e la sostenibilità delle finanze pubbliche di ciascun paese sono condizioni fondamentali per garantire la stabilità dell'intera area.

In primo luogo, dalla somma delle politiche di bilancio dei singoli stati membri può risultare una *stance* non appropriata per l'area nel suo complesso, perché troppo restrittiva o troppo espansiva, interferendo in questo modo con la politica monetaria comune<sup>7</sup>. Le autorità nazionali, infatti, reagiscono alle condizioni cicliche domestiche, e non tengono conto dell'impatto delle proprie politiche sulla domanda aggregata degli altri paesi e sull'inflazione dell'area<sup>8</sup>.

In secondo luogo, possono esservi comportamenti opportunistici nella misura in cui ciascun paese nutre la speranza di essere aiutato in caso di difficoltà (dagli altri partner o dalla banca centrale), perché una crisi del debito in uno stato membro produrrebbe gravi rischi per la stabilità finanziaria dell'intera unione. Le attese di salvataggio (*bail out*), diretto o attraverso forme di finanziamento monetario, riducendo il costo percepito di un aumento del disavanzo, incentivano politiche nazionali troppo espansive (si tratta di un tipico esempio di "azzardo morale")<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Beetsma, R. e Uhlig, H. (1999), "An Analysis of the Stability and Growth Pact", *Economic Journal*, vol. 109(458), pp. 546-571.

<sup>8</sup> Queste esternalità, che in tempi normali sono di entità limitata, risultano significative nei casi in cui la politica monetaria è accomodante o la capacità produttiva inutilizzata è ampia. Cfr.: Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y. (2013), "Output Spillovers from Fiscal Policy", *American Economic Review*, vol. 103(3), pp. 141-146; Hebous, S. e Zimmermann, T. (2013), "Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area", *European Economic Review*, vol. 58(C), pp. 110-121; Blanchard, O., Erceg, C.G. e Lindé, J. (2017), "Jump-Starting the Euro-Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?", in Eichenbaum, M. e Parker, J.E. (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, University of Chicago Press, Chicago; Goujard, A. (2017), "Cross-Country Spillovers from Fiscal Consolidations", *Fiscal Studies*, vol. 38, pp. 219-267.

<sup>9</sup> Balassone, F. e Franco, D. (2001), "EMU fiscal rules: a new answer to an old question?", in Banca d'Italia (ed.), *Fiscal Rules*, Proceedings of the workshop held in Perugia, 1-3 February 2001 (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2001-fiscal-rules/index.html>); Krogstrup, S. e Wyplosz, C. (2010), "A common pool theory of supranational deficit ceilings", *European Economic Review*, vol. 54(2), pp. 269-278; Chari, V.V. e Kehoe, P. J. (2007), "On the need for fiscal constraints in a monetary union", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(8), pp. 2399-2408; Aguiar, M., Amador, M., Farhi, E. e Gopinath, G. (2015), "Coordination and Crisis in Monetary Unions", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 130(4), pp. 1727-1779; Halac, M. e Yared, P. (2018), "Fiscal Rules and Discretion in a World Economy", *American Economic Review*, vol. 108(8), pp 2305-2334.

### **3. Le regole di bilancio della UE: evoluzione nel tempo ed effetti**

Il costo marginale di aumentare il debito è costituito dal tasso di interesse richiesto dagli investitori sui titoli di stato; tale tasso come noto incorpora un premio per il rischio, che a sua volta riflette le condizioni delle finanze pubbliche. Politiche imprudenti, in un contesto ideale, troverebbero quindi un primo argine nell'aumento del costo di finanziamento. Nel 1989 la Commissione Delors aveva tuttavia giustamente osservato che: "i vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti"<sup>10</sup>. Su questa base, con il Trattato e il Patto di stabilità e crescita i paesi dell'Unione Europea hanno deciso, per garantire la necessaria disciplina di bilancio a livello nazionale, di vincolarsi a un quadro comune di regole invece che al solo operare dei mercati finanziari.

Il quadro di regole di bilancio nella UE è stato modificato più volte. Se nel Trattato di Maastricht (1992) si introducevano i valori di riferimento del 3 per cento (per il rapporto tra disavanzo e prodotto) e del 60 per cento (per il rapporto tra debito e prodotto)<sup>11</sup>, a questi si affiancava, con il Patto di Stabilità e crescita (1997), la richiesta che nel medio periodo i paesi dovessero raggiungere un pareggio o un surplus di bilancio (cosiddetto "braccio preventivo" del Patto). L'intenzione era di evitare che in condizioni cicliche favorevoli i paesi si posizionassero a un livello di disavanzo molto vicino al 3 per cento, con il rischio di sfioramento del limite all'arrivo della successiva fase recessiva. Questo comportamento non solo avrebbe potuto dare luogo a un livello del debito in media troppo alto, ma si sarebbe potuto tradurre in politiche di bilancio "pro-cicliche" (eccessivamente lasche nelle fasi favorevoli e troppo restrittive in quelle sfavorevoli).

Per ridurre ulteriormente tale rischio la successiva riforma del 2005 ha precisato la definizione dell'obiettivo di pareggio nel medio termine, riferendolo al pareggio del saldo strutturale, cioè depurato – sulla base di metodologie statistiche concordate a livello europeo – dagli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum. Questa modifica, che appariva giustificata dal punto di vista dell'analisi economica, introduceva però nel quadro delle regole una grandezza non osservabile – il saldo strutturale appunto – la cui stima è soggetta ex ante ad ampia incertezza ed ex post a significative revisioni<sup>12</sup>. Ne ha risentito la trasparenza delle procedure e in ultima analisi la percezione della loro legittimità.

A seguito della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani, con le riforme che vanno sotto il nome di *six pack* (2011)<sup>13</sup> e *two pack* (2013)<sup>14</sup>, si è inteso rafforzare ulteriormente i presidi contro

---

<sup>10</sup> Committee for the Study of Economic and Monetary Union (Commissione Delors), "Report on Economic and Monetary Union in the European Community", 1989, p. 20.

<sup>11</sup> Questi valori sono stabiliti dal Protocollo n. 12 allegato al Trattato.

<sup>12</sup> Il calcolo del saldo strutturale è basato su una stima dell'output gap, ossia della differenza percentuale tra il livello del PIL effettivo e quello del PIL potenziale, e dell'elasticità del saldo di bilancio all'output gap.

<sup>13</sup> Regolamenti n. 1177/2011 dell'8 novembre 2011, n. 1173/2011, n. 1174/2011, n. 1175/2011 e n. 1176/2011 del 16 novembre 2011) e direttiva n. 2011/85/UE dell'8 novembre 2011.

<sup>14</sup> Regolamenti n. 472/2013 e 473/2013, entrambi del 21 maggio 2013.

comportamenti opportunistici e in generale politiche di bilancio poco prudenti<sup>15</sup>. Sono state introdotti ulteriori vincoli: innanzitutto è stata resa operativa, per quei paesi con un rapporto tra il debito e il PIL superiore al 60 per cento, l'indicazione del Trattato (art. 126) di convergere verso tale soglia "in misura sufficiente e ... con ritmo adeguato", chiedendo di ridurre tale gap di 1/20 all'anno in media in un triennio<sup>16</sup>; inoltre, nell'ambito del "braccio preventivo" del Patto, all'obiettivo in termini di saldo strutturale è stata affiancata una regola di spesa, da utilizzare come elemento ausiliario nella valutazione delle politiche di bilancio dei paesi membri, che prevede che il tasso di crescita delle uscite primarie (ossia quelle diverse dagli interessi), al netto della componente ciclica e dell'effetto delle misure discrezionali sulle entrate, non ecceda quello del PIL potenziale<sup>17</sup>. Sono state altresì rafforzate le procedure di controllo e di correzione degli scostamenti dalle regole; è stato introdotto l'obbligo di sottoporre alle istituzioni europee i piani di bilancio nazionali in autunno, prima dell'approvazione parlamentare; è stato istituito il cosiddetto "semestre europeo" (un ciclo comune di elaborazione, approvazione e sorveglianza delle politiche economiche dei paesi membri); sono stati previsti organismi nazionali indipendenti (*fiscal council*) con il compito di accertare il realismo delle previsioni macroeconomiche alla base dei programmi dei governi e di fornire valutazioni su tali programmi e sullo stato delle finanze pubbliche<sup>18</sup>.

Una conseguenza di queste innovazioni, tuttavia, è stata il notevole aumento della complessità del quadro normativo. La sfiducia tra paesi e tra questi e la Commissione europea ha indotto a rendere le norme molto dettagliate, ma questo ha richiesto a sua volta di introdurre numerose eccezioni (è soggetta a varie eccezioni, ad esempio, la "regola del debito") e ad aumentare gli spazi di discrezionalità delle istituzioni europee (non è del tutto ovvio, ad esempio, come la Commissione debba contemperare la "regola della spesa" con quella relativa al saldo strutturale qualora diano indicazioni contrastanti), rendendo scarsamente prevedibile nel tempo l'esito delle valutazioni sulle politiche dei paesi membri.

Nel complesso, è difficile dare un giudizio sull'efficacia del quadro di regole di bilancio nell'influenzare i comportamenti dei paesi. I casi di paesi che sono incorsi in una Procedura per i

---

<sup>15</sup> Nel 2012 i paesi dell'Unione (con l'eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca) hanno sottoscritto il *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria* (di cui fa parte il cosiddetto Fiscal compact). Tale trattato rafforzava gli impegni già assunti nell'ambito delle riforme del Patto di stabilità, prevedendo tra l'altro l'adozione di regole numeriche nelle procedure di bilancio nazionali, preferibilmente a livello costituzionale, l'introduzione nella legislazione nazionale dell'obiettivo del pareggio strutturale, con la definizione di meccanismi per la correzione automatica delle eventuali deviazioni da tale obiettivo e del loro impatto cumulato sulla dinamica del debito pubblico, l'istituzione di organismi indipendenti cui affidare la valutazione della rispondenza delle politiche a obiettivi e regole nazionali ed europei. L'accesso all'assistenza finanziaria del Meccanismo europeo di stabilità è condizionata alla sottoscrizione del Fiscal compact.

<sup>16</sup> La formulazione della regola implica che il rapporto tra debito e PIL si avvicini asintoticamente alla soglia, senza mai raggiungerla.

<sup>17</sup> Il PIL potenziale è il prodotto ottenibile con il pieno utilizzo delle risorse (lavoro e capitale) in condizioni di inflazione stabile. Si tratta di una quantità non osservabile, la cui misurazione è soggetta a considerevole incertezza alla luce della mancanza di un generale consenso sulla metodologia più appropriata per la sua stima.

<sup>18</sup> Kopits, G. (2013), "Restoring Public Debt Sustainability: The Role of Independent Fiscal", *Oxford University Press*; Beetsma, R., Debrun, X., Fang, X., Kim, Y. & Lledó, V., Mbaye, S. e Zhang, X. (2019), "Independent fiscal councils: Recent trends and performance", *European Journal of Political Economy*, vol. 57(C), pp. 53-69.

disavanzi eccessivi sono in effetti numerosi, ma questo non vuol dire che le regole siano state inefficaci. Pur nella difficoltà di costruire un necessario scenario “controfattuale” rispetto al quale misurare l’impatto delle regole, alcuni studi suggeriscono che il limite del 3 per cento per il disavanzo sia stato efficace nell’ancorare i comportamenti (anche se più come valore obiettivo che come livello massimo)<sup>19</sup>.

Dall’esperienza europea degli ultimi anni si possono comunque trarre alcune lezioni. In particolare, non è possibile definire un “contratto completo”, esplicitare cioè le regole ex ante in modo da coprire tutti i possibili casi/stati del mondo che possono realizzarsi; questo non solo e non tanto perché risulterebbe eccessivamente complesso, ma soprattutto perché alcune contingenze – e le loro conseguenze – sono genuinamente impossibili da prevedere (si pensi, di nuovo, alla pandemia). Le regole non dovrebbero entrare troppo nel dettaglio della politica economica dei singoli paesi; dovrebbero invece evitare scelte e comportamenti nazionali che possono danneggiare il resto dell’Unione. In questo senso, più che la minaccia di sanzioni (peraltro in Europa come noto mai applicate), si potrebbero esplorare soluzioni che puntino a incentivare l’osservanza delle regole, anche accrescendo i costi reputazionali di una loro violazione (l’esperienza dei *fiscal council* nazionali, che fanno leva sul principio del “*comply or explain*”<sup>20</sup> sembra in questo senso incoraggiante).

#### **4. Le principali proposte di riforma: una rassegna**

Già prima della pandemia, come si è detto, le regole del Patto di stabilità e crescita venivano considerate per molti aspetti insoddisfacenti, a causa della loro complessità, pro-ciclicità e difficoltà di applicazione. Le ragioni per una riforma delle regole di bilancio europee sono ancora più evidenti oggi, in un contesto caratterizzato dai marcati effetti della pandemia, soprattutto in termini di elevati debiti pubblici.

Lo scorso ottobre la Commissione europea ha riavviato il dibattito sul *Riesame della governance economica* con l’intento di avanzare proposte di riforma l’anno prossimo, prima della disattivazione nel 2023 della clausola di salvaguardia generale. Sarebbe auspicabile che si raggiungesse quanto prima un accordo al fine di ridurre l’incertezza per governi, imprese e famiglie su quali saranno i vincoli di bilancio dal 2023 e prevenire anche il rischio di politiche eccessivamente restrittive che potrebbero mettere a rischio la ripresa economica.

---

<sup>19</sup> Caselli, F. e Wingender, P. (2021), “Heterogeneous effects of fiscal rules: The Maastricht fiscal criterion and the counterfactual distribution of government deficits”, *European Economic Review*, vol. 136(C).

<sup>20</sup> In base al principio del “*comply or explain*” il governo deve adeguarsi alle indicazioni del *council* o spiegare i motivi per cui non lo fa.



Il dibattito sulla riforma del Patto è ampio e articolato. In termini di grado di “innovazione” rispetto alle regole attuali, le proposte si posizionano su un *continuum* che va da limitati aggiustamenti<sup>21</sup> a revisioni complete del sistema attuale<sup>22</sup>. La maggior parte si colloca su una posizione intermedia, delineando modifiche sostanziali, ma al contempo considerando un approccio “rivoluzionario” politicamente irrealistico. Qui di seguito ci si soffermerà sugli elementi che raccolgono il maggior consenso nel dibattito a livello accademico e istituzionale.

***Il rapporto tra debito e PIL come ancora di medio termine.*** – La maggior parte delle proposte di riforma concordano sulla necessità di semplificare il quadro normativo, passando da una pluralità di obiettivi (quasi) identici per tutti i paesi (attualmente relativi al disavanzo nominale, al disavanzo strutturale, alla spesa e al debito<sup>23</sup>) a un unico target di medio-lungo periodo concernente il rapporto tra debito e PIL.

Sebbene in molti casi venga confermato il valore di riferimento per il rapporto tra il debito e il PIL previsto dalle regole attuali (60 per cento), alcune proposte prevedono un target di medio termine (5-15 anni) specifico per ogni paese, determinato tenendo conto di una pluralità di fattori: oltre alla distanza dal 60 per cento, viene presa in considerazione ad esempio la composizione del debito, il differenziale tra il tasso di crescita e l’onere medio del debito, gli effetti attesi di interventi strutturali, i costi dell’invecchiamento della popolazione<sup>24</sup>. In altri casi è previsto un valore di riferimento per il rapporto tra il debito e il PIL più elevato del 60 per cento o una riduzione della velocità di convergenza<sup>25</sup>.

Recentemente alcuni economisti hanno suggerito l'utilizzo di tecniche che siano in grado di stabilire con quale probabilità il rapporto tra debito e PIL raggiungerà un dato valore entro un certo periodo<sup>26</sup>. Sulla base di tali tecniche, si potrebbe richiedere a ciascun paese di mantenere il rapporto

---

<sup>21</sup> Christofzik, D., Feld, L. P.W., Reuter, H. e Yeter, M. (2018), “Uniting European Fiscal Rules: How to Strengthen the Fiscal Framework”, *German Council of Economic Experts, Working Paper* No. 04/2018; Deutsche Bundesbank (2019), “European Stability and Growth Pact: individual reform options”, *Monthly Report*, April 2019.

<sup>22</sup> Blanchard, O., Leandro, Á. e Zettelmeyer, J. (2021), “Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards”, *PIIE Working Paper*, no 21/1.

<sup>23</sup> Le regole attuali prevedono che solo l’obiettivo di medio termine (OMT) per il saldo strutturale sia differenziato per Paese in base, tra l’altro, al livello del debito pubblico e all’impatto atteso della demografia sulla sostenibilità dei conti pubblici.

<sup>24</sup> Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fuest, C., Gourinchas, P.O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I. e Véron, N. (2018), “Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform”, *CEPR Policy Insight*, no 91; European Fiscal Board (2020), Annual Report 2020.

<sup>25</sup> Francová, O., Hitaj, E., Goossen, J., Kraemer, R., Lenarčič, A. e Palaiodimos, G. (2021), “EU fiscal rules: reform considerations”, *ESM Discussion Paper series/17*, October. Philip Lane, membro del Consiglio esecutivo della BCE, ha proposto di modificare la regola del debito riducendo la velocità di aggiustamento da 1/20 a circa 1/33 annuo e allungando l’orizzonte di valutazione dall’attuale triennio a un decennio; cfr. Lane, P. (2021), “The future of the EU fiscal governance framework: a macroeconomic perspective”, Panel intervention at the European Commission webinar on “The future of the EU fiscal governance framework”.

<sup>26</sup> Si tratta di analisi stocastiche, che si basano su una specifica distribuzione di probabilità congiunta per l’evoluzione del prodotto e dei tassi di interesse e del disavanzo primario.

al di sotto di una soglia tale per cui la probabilità che il debito si collochi su una traiettoria insostenibile sia sufficientemente piccola<sup>27</sup>.

In alcune proposte, infine, è previsto che l'obiettivo di debito venga fissato sulla base di un lavoro congiunto delle istituzioni nazionali (il governo del paese e il *fiscal council* nazionale) ed europee (lo *European fiscal board* opportunamente riformato e la Commissione europea) e poi approvato dal Consiglio della UE<sup>28</sup>.

**La regola di spesa come principale obiettivo operativo.** – Come già ricordato, nell'attuale sistema di regole il principale obiettivo operativo è il saldo strutturale di bilancio, soggetto a una programmazione sostanzialmente annuale. La maggior parte delle proposte, con poche eccezioni, suggerisce l'adozione di un unico obiettivo operativo definito in termini di un limite massimo al tasso di crescita della spesa. Tale limite verrebbe fissato per un periodo pluriennale (solitamente triennale), al fine di rafforzare l'orientamento a medio termine della programmazione di bilancio.

*Il tasso di crescita nominale della spesa dovrebbe essere in linea con il tasso di crescita del prodotto potenziale più il tasso di inflazione atteso, con un fattore correttivo tale da raggiungere l'obiettivo del debito a medio termine (per i paesi con un rapporto tra debito e PIL superiore a quest'ultimo). In alcune proposte<sup>29</sup>, anziché utilizzare il tasso di inflazione atteso, si suggerisce di fissare il limite di spesa utilizzando come tasso di inflazione l'obiettivo della BCE, in modo tale da aumentare la funzione di stabilizzazione ciclica della regola di spesa e supportare la BCE nel perseguire l'obiettivo di inflazione.*

*La regola di spesa viene solitamente applicata alla spesa nominale primaria al netto delle componenti che si adeguano "automaticamente" (cioè non a seguito di un intervento legislativo discrezionale) durante il ciclo, come le integrazioni salariali o gli assegni di disoccupazione, e al netto dell'impatto stimato di eventuali nuove misure discrezionali in materia di entrate<sup>30</sup>. Spesso, viene inoltre riservato un trattamento speciale alla spesa per investimenti.*

In genere la crescita della spesa è considerata la variabile di flusso più adatta da utilizzare come obiettivo intermedio perché presenterebbe alcuni vantaggi: 1) la possibilità dei governi di controllarla in modo diretto; 2) la facilità di comunicazione e monitoraggio; 3) le intrinseche caratteristiche di stabilizzazione anticiclica<sup>31</sup>. Inoltre è stato argomentato che la stima del tasso di

---

<sup>27</sup> Blanchard, O., Leandro, Á. e Zettelmeyer, J. (2021), "Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards", *PIIE Working Paper*, no 21/1; Martin, P., Pisani-Ferry, J., Fournier, J.-M. e Ragot, X. (2021), "Reforming the European Fiscal Framework", *Les notes du conseil d'analyse économique*, no 63. Un problema legato a queste proposte è che l'indicazione esplicita di una soglia, al di sopra della quale il rischio per la sostenibilità viene giudicato "eccessivo", potrebbe generare tensioni destabilizzanti sul mercato del debito all'avvicinarsi della soglia stessa.

<sup>28</sup> Darvas, Z., Martin, P. e Ragot, X. (2018), "European fiscal rules require a major overhaul", *Bruegel Policy Contribution*, n. 18, October 2018; Darvas, Z. e Anderson, J. (2020), "New Life for an old Framework: Redesigning the European Union's Expenditure and Golden Fiscal Rules", Economic Governance Support Unit, European Parliament, Brussels.

<sup>29</sup> Claeys, G., Darvas, Z. e Leandro, Á. (2016), "A proposal to revive the European Fiscal Framework", *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2016/7, March 2016; European Fiscal Board (2018), Annual Report 2018; Benassy-Quéré et al. (2018).

<sup>30</sup> La correzione per le misure discrezionali delle entrate permetterebbe tra l'altro il rispetto delle preferenze degli Stati membri in termini di dimensione del bilancio pubblico.

<sup>31</sup> Questo sia perché la regola esclude le variazioni cicliche delle spese (e ovviamente delle entrate), sia perché l'obiettivo è generalmente basato sulla crescita del prodotto potenziale atteso: nel caso in cui la crescita effettiva del PIL sia

crescita potenziale, sul quale si basa la regola di spesa, sarebbe più robusta e meno soggetta a revisioni rispetto a quella dell'output gap annuale (su cui si basa il calcolo del saldo strutturale)<sup>32</sup>.

Alcune proposte, accanto al tetto di spesa, prevedono l'introduzione di un "conto di compensazione", in cui sono registrati gli scostamenti rispetto all'obiettivo; gli scostamenti cumulati avrebbero un limite massimo (generalmente pari all'uno per cento del PIL) oltre il quale la regola viene considerata non rispettata e occorre quindi una correzione di bilancio negli anni successivi. D'altra parte questo presidio tenderebbe ad aumentare la complessità della regola.

Non mancano tuttavia critiche al criterio della spesa (declinato nelle sue varie versioni) come singolo indicatore operativo, che ne mettono in dubbio la superiorità rispetto al saldo strutturale in termini di trasparenza, comunicabilità e robustezza<sup>33</sup>. Esso infatti si baserebbe comunque su variabili difficili da prevedere ex ante e da misurare ex post, quali ad esempio il gettito derivante da misure di bilancio discrezionali. Inoltre la spesa primaria al netto della sua componente ciclica e di tali misure discrezionali è di fatto un saldo di bilancio parziale, non meno lontano di quello strutturale dalla variazione del debito, che è la grandezza ultima che si vorrebbe regolare.

Altre proposte suggeriscono di utilizzare come strumento operativo il disavanzo (primario) nominale, stabilendo per tale variabile un percorso coerente con il raggiungimento di un obiettivo per il rapporto fra il debito e il prodotto (l'obiettivo potrebbe essere diverso da paese a paese)<sup>34</sup>.

**L'enforcement delle regole.** – Con riferimento al sistema sanzionatorio, la maggior parte delle proposte concorda sul fatto che le sanzioni finanziarie previste dal Patto si sono rivelate inefficaci, in quanto soggette alla discrezionalità politica del Consiglio (come ricordato, le sanzioni di fatto non sono mai state applicate). Per tale ragione, oltre a renderle più automatiche e meno soggette alla contrattazione politica<sup>35</sup>, viene delineato un sistema di incentivi al rispetto delle regole ("condizionalità positiva"). È ad esempio previsto che l'accesso a una futura capacità di bilancio dell'UE e più in generale ai fondi europei sia subordinato al pieno rispetto delle regole.

Infine, esiste un consenso molto ampio circa la necessità di ridurre drasticamente il numero di esenzioni ed eccezioni, limitandole ai casi di eventi importanti al di fuori del controllo del governo

---

maggiore del (inferiore al) tasso potenziale, il rapporto tra la spesa e il PIL diminuirà (aumenterà) con un effetto di stabilizzazione dell'economia.

<sup>32</sup> La regola di spesa prende a riferimento una media, di solito decennale, del tasso di crescita del PIL potenziale, mentre il saldo strutturale si basa sulla stima dell'output gap di uno specifico anno. Inoltre, il saldo strutturale risente dell'incertezza della stima dell'elasticità del saldo di bilancio all'output gap.

<sup>33</sup> Gros, D. e Jahn, M. (2020), "Benefits and drawbacks of an "expenditure rule", as well as of a "golden rule in the EU fiscal framework", Economic Governance Support Unit, Directorate-General for Internal Policies, PE 614.523 - July 2020.

<sup>34</sup> Blanchard, O., Leandro, Á. e Zettelmeyer, J. (2021): "Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards", *PIIE Working Paper*, no 21/1; Francová, O., Hitaj, E., Goossen, J., Kraemer, R., Lenarčič, A. e Palaiodimos, G. (2021), "EU fiscal rules: reform considerations", *ESM Discussion Paper series/17*, October.

<sup>35</sup> Bénassy-Quéré et al. (2018) propongono ad esempio il finanziamento della spesa "eccessiva" con obbligazioni junior.

(gravi crisi economiche o disastri naturali), e di rafforzare il ruolo dei *fiscal council* nazionali e dello *European fiscal board*.

### **5. La necessità di un approccio integrato alla riforma**

Fare parte di un'unione monetaria non può tradursi solo in maggiori vincoli. L'appartenenza ad un'unione deve fornire un'opportunità per gestire in modo più efficiente eventi avversi che colpiscono singoli paesi o – di nuovo la crisi pandemica ce lo ricorda – shock comuni. Evitare di mettere in piedi strumenti di condivisione del rischio solo perché questo potrebbe indurre i paesi a comportamenti opportunistici “ex ante” non sembra saggio. Come nel caso del dilemma tra “discrezionalità” e “regole”, si tratta di cercare e trovare – stavolta *prima* dell'arrivo della prossima crisi – un equilibrio tra l'esigenza di limitare il cosiddetto “azzardo morale” e quella di costruire forme efficaci e mutualmente benefiche di assicurazione reciproca<sup>36</sup>.

Come segnalò Tommaso Padoa-Schioppa all'indomani della decisione di far nascere l'Unione economica e monetaria, *“l'unione ha piena competenza microeconomica (apertura delle frontiere, regole sui prodotti e sui servizi, tutela della concorrenza), ma la sua capacità di politica macroeconomica è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata: può impedire il male (i deficit eccessivi) ma non può fare il bene (una politica di bilancio propria)”*<sup>37</sup>.

Senza ulteriori passi verso il completamento della governance, nessun sistema di regole potrà risultare soddisfacente. D'altra parte, se si riuscirà a istituire un'adeguata capacità di bilancio a livello comune, potrà essere sufficiente affidarsi a poche e semplici regole.

Nell'ambito di un'unione monetaria, un bilancio comune costituisce una assicurazione reciproca a fronte di shock che colpiscono un singolo componente. Non è un caso se l'esperienza storica insegna che le unioni monetarie di successo sono in genere anche unioni di bilancio. Infatti, mentre le politiche di bilancio nazionali possono al più “spalmare nel tempo” tra le generazioni che vivono e vivranno in un dato paese il costo di un evento avverso, un bilancio comune permetterebbe anche di “spalmare nello spazio” gli effetti di shock avversi, ripartendo gli oneri sulle popolazioni di tutti gli stati membri. Ex ante, questa possibilità è un beneficio per tutti i partecipanti all'unione, a patto che siano sufficientemente omogenei per quanto riguarda i profili di rischio<sup>38</sup>.

Senza dubbio, come in qualsiasi altra forma di assicurazione, esiste la possibilità che i soggetti assicurati possano mettere in atto comportamenti poco responsabili, aumentando la probabilità che

---

<sup>36</sup> Balassone, F., Cecchetti, S., Cecioni, M., Cioffi, M., Cornacchia, W., Corneli, F. e Semeraro, G. (2016), “Risk Reduction and Risk Sharing in the Governance of the Euro Area”, *Politica economica*, vol. 3, pp. 463-488; Visco, I. (2015), *Perché i tempi stanno cambiando*, Il Mulino Bologna (in particolare il capitolo 3); Balassone, F. e Visco, I. (2018), “The Economic and Monetary Union: Time to Break the Deadlock”, *The European Union Review*, Vol. 23(1-2-3), pp. 9-22.

<sup>37</sup> *Il passo più lungo*, Corriere della Sera, 3 maggio 1998.

<sup>38</sup> Balassone, F., Momigliano, S., Romanelli, M. e Tommasino, P. (2018), “Just Round the Corner? Pros, Cons, and Implementation Issues of a Fiscal Union for the Euro Area”, *Economia pubblica*, vol. 2018(1), pp. 5-34.

l'evento avverso accada (si ripropone quindi il problema dell'“azzardo morale”). Tuttavia, almeno nelle fasi iniziali della sua costituzione, qualsiasi forma realistica di bilancio comune sarebbe di entità relativamente limitata, lasciando l'onere maggiore dell'aggiustamento a carico dei bilanci nazionali. In particolare, si può prevedere che la capacità centrale intervenga solo a fronte di shock particolarmente gravi (è in fondo il principio alla base delle franchigie incluse nella maggior parte delle normali polizze assicurative) e che su un periodo di tempo sufficientemente lungo i trasferimenti netti tra paesi debbano essere sostanzialmente nulli. Inoltre, resterebbero le regole di bilancio, che a quel punto potrebbero focalizzarsi sul contrastare i comportamenti manifestamente opportunistici.

Una *fiscal capacity* centrale, se in grado di emettere debito comune, sarebbe anche molto utile nel caso di shock simmetrici particolarmente gravi e prolungati. In questi casi, l'utilizzo della *capacity* potrebbe garantire che l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio dell'area risulti adeguato alle circostanze cicliche. La mera sommatoria delle risposte nazionali, infatti, potrebbe non esserlo, come già discusso, in quanto le decisioni dei singoli paesi non tengono conto degli effetti di spillover delle proprie decisioni. In questo modo – come più volte segnalato dalla BCE – l'operare della capacità di bilancio comune potrebbe risultare complementare a quello della politica monetaria, soprattutto quando i tassi di interesse nominali sono vicini al loro limite inferiore<sup>39</sup>.

Non a caso, nello stesso articolo citato poco sopra, Padoa-Schioppa acutamente sottolineava: *“Non è detto che [le banche centrali nazionali] saranno aiutate dall'operare quasi nel vuoto, senza un potere politico, una politica di bilancio, una vigilanza bancaria, una funzione di controllo dei mercati finanziari. Per la Banca centrale europea la vera insidia non sarà la poca indipendenza, ma la troppa solitudine”*.

Con NGEU per la prima volta l'Unione si è dotata di uno strumento capace di indebitarsi sui mercati per aiutare i paesi membri, con trasferimenti e prestiti, a contrastare gli effetti dello shock pandemico e per finanziare gli investimenti necessari per la doppia transizione tecnologica e ambientale. NGEU è uno strumento coerente con i Trattati in quanto straordinario e temporaneo, legato alla gestione degli effetti della crisi pandemica<sup>40</sup>. Nell'attesa del processo che auspicabilmente porterà l'Unione a dotarsi di una *fiscal capacity* permanente, con compiti sia anticiclici che strutturali, che richiederà probabilmente una modifica dei Trattati<sup>41</sup>, si potrebbe

---

<sup>39</sup> Caprioli, F., Romanelli, M. e Tommasino, P. (2020), “Discretionary fiscal policy in the Euro area: Past, present and future”, *Economia pubblica*, vol. 2020(1), pp. 55-85. Sulle possibili complementarità tra politica di bilancio e politica monetaria si veda: Bartsch, E., Bénassy-Quéré, A., Corsetti, G. e Debrun, X. (2020), *It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal policies Can Work or Fail Together*, Geneva Report 23, CEPR; Eurosystem Workstream on monetary-fiscal policy interactions (2021), “Monetary-fiscal policy interactions in the euro area”, ECB Occasional Papers, n. 273.

<sup>40</sup> Cfr. Tosato, G. L. (2021), “Sulla fattibilità giuridica di una capacità fiscale della UE a Trattati costanti”, ASTRID RASSEGNA - N. 15/2021.

<sup>41</sup> Il trasferimento permanente a livello centrale di un potere non trascurabile di imposizione fiscale e di spesa porrebbe il problema di prefigurare forme più strette di unione politica, articolate in un efficace sistema di “*checks and balances*”. Sul nesso tra unione di bilancio e unione politica si veda Signorini, L.F. (2016), “Economic Challenges Facing Europe and the World”, *Panel discussion* al Collegio Carlo Alberto, Moncalieri.

pensare di predisporre già da ora uno strumento di bilancio che, seguendo l'esempio di NGEU, sia pronto per essere attivato in caso di necessità<sup>42</sup>.

Il debito emesso dalla *fiscal capacity*, oltre a contribuire alla stabilizzazione macroeconomica e eventualmente a finanziare beni pubblici europei, allevierebbe la attuale scarsità di *safe asset* sui mercati finanziari. Sarebbe più agevole per gli intermediari europei diversificare i propri portafogli di titoli sovrani<sup>43</sup>, si faciliterebbe l'attuazione della politica monetaria e verrebbe rafforzato il ruolo di valuta internazionale dell'euro. In caso di aumento dell'avversione al rischio sui mercati, si eviterebbero fughe destabilizzanti di capitali in direzione dei mercati finanziari dei paesi membri percepiti come più affidabili.

Un altro tema rilevante è la gestione dello stock di debito accumulato dai paesi dell'area a seguito degli shock del passato e di quello pandemico in particolare<sup>44</sup>. Come indicato dal Governatore della Banca d'Italia nelle ultime *Considerazioni finali*<sup>45</sup>, la gestione in comune di una parte di queste passività, ad esempio attraverso un fondo di ammortamento, rafforzerebbe la stabilità finanziaria dell'area, riducendo il rischio di una crisi auto-realizzantesi sul mercato del debito dei paesi più esposti<sup>46</sup>. Darebbe inoltre da subito spessore e liquidità al mercato dei "titoli pubblici europei". Indubbiamente, gli ostacoli politici da superare per muovere in questa direzione sono molto rilevanti; anche in questo caso, riflettono il *trade-off* tra messa in comune dei rischi e azzardo morale. Esistono però dal punto di vista tecnico soluzioni che riducono al minimo i rischi di una redistribuzione sistematica tra paesi e preservano l'incentivo alla disciplina di bilancio; non si tratterebbe pertanto di cancellare le passività nazionali ma di ridurre la frammentazione e la volatilità del mercato dei debiti sovrani nella UE. Progressi in questo ambito risultano peraltro una precondizione necessaria per fare eventualmente passi avanti anche sul fronte del trattamento prudenziale dei titoli pubblici detenuti dalle banche<sup>47</sup> e del rafforzamento della credibilità della clausola di *no bail out*<sup>48</sup>.

---

<sup>42</sup> Su questa linea si veda, ad esempio: Mack, S. (2021), "Don't change horses in midstream – How to make NGEU bonds the euro area's safe asset", Hertie School of Government, mimeo.

<sup>43</sup> La scarsa diversificazione di questi portafogli, sbilanciati a favore del sovrano domestico, è spesso considerata un pericolo per la stabilità finanziaria. Per una rassegna critica sulla questione, cfr. Lanotte, M., Manzelli, G., Rinaldi, A. M., Taboga, M. e Tommasino, P. (2016), "Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks' sovereign exposures", *European Economy: Banks, Regulation and the Real Sector*, vol. 2(1): 73-103.

<sup>44</sup> Micossi, S. (2021), "On the selling of sovereigns held by the ESCB to the ESM. A revised proposal", *CEPS Policy insights*.

<sup>45</sup> Visco, I. (2021), "Considerazioni finali del Governatore", Relazione annuale sul 2020, Banca d'Italia, Roma.

<sup>46</sup> Cioffi, M., Rizza, P., Romanelli, M., Tommasino, P. (2019) "Un fondo di ammortamento del debito dell'Area euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo", *Rivista di politica economica*, vol.1, pp. 87-98.

<sup>47</sup> Lanotte et al., *op.cit.*

<sup>48</sup> Committeri, M. e Tommasino, P. (2018), "Managing sovereign debt restructurings in the euro zone. A note on old and current debates", *Questioni di Economia e Finanza* n. 451, Banca d'Italia.

## 6. Conclusioni

In un'unione monetaria – in cui le politiche di bilancio rimangono responsabilità dei singoli membri ma le loro conseguenze ricadono sull'area nel suo complesso – vincoli alla discrezionalità delle politiche nazionali sono necessari.

Le attuali regole europee hanno mostrato dei limiti, che il lascito della crisi pandemica rende ancora più evidenti. La maggior parte delle proposte di riforma va nella direzione di semplificare il quadro complessivo. Tutte concordano sul fatto che l'obiettivo finale debba essere il controllo del debito pubblico e che le regole debbano consentire un percorso di consolidamento economicamente perseguibile.

Le regole da sole, in ogni caso, non bastano a garantire politiche adeguate, specialmente in un contesto macroeconomico caratterizzato da profondi cambiamenti strutturali e da un elevato grado di interconnessione delle economie. Anche il sistema meglio disegnato dovrà riconoscere un margine di discrezionalità a chi dovrà garantirne l'applicazione.

Il Patto di stabilità e crescita è solo un elemento della architettura economica europea. Un'unione monetaria non può basarsi solo su vincoli alle scelte dei singoli paesi. Serve una capacità di bilancio comune per ricostituire a livello centrale quei gradi di libertà che vengono sottratti a livello decentrato.

Un approccio integrato alla riforma dell'architettura economica europea risulterebbe non solo più efficiente dal punto di vista strettamente economico, ma avrebbe anche più possibilità di superare gli ostacoli di natura politica che qualsiasi tentativo di modifica dell'attuale status quo inevitabilmente incontrerà<sup>49</sup>.

Nell'ambito dell'attuale dibattito si dovrà evitare di concentrarsi solo sulla questione, che senza dubbio può risultare di più pressante attualità per un paese molto indebitato come il nostro, di quali regole dovranno governare nei prossimi anni la normalizzazione delle politiche macroeconomiche e la auspicabile riduzione del peso del debito. In prospettiva, la questione di maggiore rilievo è infatti quella relativa a come completare l'architettura economica europea, per consentire a tutti i paesi di godere pienamente dei benefici potenzialmente derivanti dall'appartenenza all'Unione economica e monetaria. L'esito del dibattito sarà tanto più proficuo quanto più i paesi con debiti pubblici più elevati, come il nostro, si presenteranno con un piano di consolidamento credibile e dimostreranno con l'implementazione efficace e tempestiva di NGEU che un *fiscal capacity* comune non solo è possibile ma anche auspicabile.

---

<sup>49</sup> Per avere buone chance di successo una proposta di riforma della governance economica della UME dovrà essere valida dal punto di vista economico, appropriata dal punto di vista istituzionale (richiedendo una ri-allocazione accettabile del potere decisionale tra i diversi livelli di governo dell'Unione) e assicurarsi il consenso di un'ampia maggioranza dei cittadini europei. Il verificarsi congiunto di queste tre condizioni soddisferebbe quello che in un volume recente (Buti, M. (2021), *The Man Inside. A European Journey through Two Crises*, Bocconi University Press, Milano) viene chiamato il "test di compatibilità di Monnet".