

Commissioni riunite

5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio)
e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)

Esame delle proposte della Commissione europea in materia di governance economica

Memoria della Banca d'Italia

Roma, 8 novembre 2023

La Banca d'Italia ringrazia le Commissioni quinta della Camera e quinta del Senato per l'invito a esprimere le proprie considerazioni sulle proposte di riforma della governance economica della UE avanzate dalla Commissione europea il 26 aprile scorso.

La presente memoria illustra gli aspetti salienti del nuovo quadro di regole, soffermandosi in particolare sugli elementi di novità rispetto a quanto già delineato dalla Commissione europea nella propria comunicazione del novembre del 2022¹. Si dà poi conto di alcuni aspetti problematici emersi nel corso del dibattito in seno al Consiglio della UE e infine si offrono alcune valutazioni a integrazione di quelle espresse nell'Audizione parlamentare della Banca d'Italia del febbraio scorso².

1. Introduzione

In un contesto caratterizzato da frequenti e significativi shock macroeconomici e finanziari, la politica di bilancio si trova spesso a dover contemperare l'esigenza di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche con quella di stabilizzare il ciclo economico. Vi è tra gli economisti un elevato grado di consenso³ sul fatto che questo difficile esercizio di bilanciamento possa essere agevolato da un insieme di regole che, pur lasciando un adeguato margine di flessibilità al decisore politico, ne limitino in qualche misura eventuali eccessi di discrezionalità: si evitano in questo modo decisioni poco lungimiranti e si contribuisce al contempo ad ancorare le aspettative di famiglie, imprese e mercati finanziari. In una unione monetaria, a queste considerazioni va aggiunta la necessità di far sì che ciascun paese tenga

¹ Commissione europea, *Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE* (COM(2022) 583 final).

² Cfr. *Esame della Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni "Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE"*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, 5a Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei deputati, Roma, 14 febbraio 2023.

³ Cfr. ad esempio P. Yared (2019), "Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33(2), pp. 115-140, Spring.

debitamente conto delle ripercussioni delle scelte domestiche sulla politica monetaria e sulla stabilità finanziaria dell'area⁴.

Questi argomenti sono alla base della scelta, da parte della UE, di dotarsi fin dall'inizio di regole di bilancio comuni. Tale quadro di regole – per altro soggetto a diverse modifiche nel corso degli anni⁵ – ha tuttavia evidenziato progressivamente alcuni aspetti critici (tra i quali l'eccessiva complessità e alcune lacune applicative) che ne hanno minato la credibilità e, in ultima analisi, l'efficacia.

Questi problemi hanno dato luogo a un ampio dibattito che ha coinvolto esperti, accademici e istituzioni nazionali ed internazionali⁶.

Lo scorso 26 aprile la Commissione europea ha presentato proposte per una riforma della governance economica, facendo seguito alla sua comunicazione del 9 novembre 2022 e alle conclusioni del Consiglio ECOFIN del 14 marzo 2023.

La comunicazione ha delineato una riforma organica, orientata a garantire la sostenibilità di medio termine delle finanze pubbliche e una più stretta integrazione tra politiche di bilancio e strutturali. La riforma è incentrata sul processo di formulazione e attuazione di “Piani nazionali strutturali di bilancio a medio termine”, di durata di norma quadriennale,

⁴ Cfr. M. Romanelli, P. Tommasino ed E. Vadalà (2022), “The future of European fiscal governance: a comprehensive approach”, *Economia italiana*, vol. 2, pp.211-264.

⁵ Il quadro di regole di bilancio della UE è stato modificato più volte. Il trattato di Maastricht (1992) ha introdotto valori di riferimento del 3 per cento per il rapporto tra il disavanzo e il PIL e del 60% per il rapporto tra il debito e il PIL. Il Patto di stabilità e crescita (1997) ha aggiunto il requisito che, nel medio termine, ciascun paese abbia un saldo di bilancio prossimo al pareggio o in surplus (il “braccio preventivo” del Patto). Il braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita è stato rivisto nel 2005. Da allora, gli Stati membri sono tenuti a raggiungere un obiettivo di medio termine (OMT) espresso in termini di saldo di bilancio strutturale (ovvero al netto delle componenti una tantum e cicliche). Le riforme note come “six pack” (2011) e “two pack” (2013) hanno introdotto ulteriori vincoli: per i paesi con un rapporto debito/PIL superiore alla soglia del 60 per cento, si richiede di ridurre tale differenza di 1/20 all'anno in media su un periodo di tre anni; ai fini del raggiungimento dell'obiettivo in termini di saldo strutturale, si prevede che il tasso di crescita della spesa (al netto degli interessi, della componente ciclica, delle spese su programmi europei cofinanziate dalla UE e dell'effetto delle misure discrezionali sulle entrate) non superi quello del PIL potenziale (e sia strettamente inferiore in caso in cui il paese non sia ancora al proprio OMT). Si sono inoltre susseguite ulteriori modifiche applicative nel tentativo di recuperare un certo grado di flessibilità, quali la cosiddetta “*matrix of requirements*” (che specifica la dimensione della variazione del saldo strutturale da conseguire a seconda delle condizioni cicliche dell'economia e del livello del debito in rapporto al PIL) e le due clausole per gli investimenti e le riforme strutturali (che consentono invece un allentamento dei requisiti di rispetto del braccio preventivo).

⁶ Anche su questo aspetto, cfr. Romanelli et al., op. cit.

a cui viene demandata la definizione degli impegni degli Stati membri in materia di bilancio, riforme e investimenti. In particolare, i Piani dovrebbero assicurare, tenendo conto delle specificità di ciascun paese, che “il debito pubblico sia avviato o mantenuto su un percorso di riduzione plausibile al più tardi entro la fine del periodo di aggiustamento, o rimanga a livelli prudenti, e affinché il disavanzo pubblico sia portato o mantenuto al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL a medio termine”. Operativamente, i piani nazionali delineano specifiche traiettorie della “spesa pubblica primaria netta” (ossia al netto della spesa per interessi, delle misure discrezionali sul lato delle entrate e di altre variabili di bilancio al di fuori del controllo del governo) coerenti con gli obiettivi per disavanzo e debito.

Nelle intenzioni della Commissione, la riforma dovrebbe aumentare la titolarità (*ownership*) nazionale; ad esempio, sebbene spetti alla Commissione presentare un primo profilo di aggiustamento dei conti, il paese può proporre un profilo diverso, purché in linea con gli obiettivi di sostenibilità di medio periodo. Si mira al contempo a promuovere politiche strutturali a favore della crescita potenziale; risponde a questa esigenza la possibilità che il periodo di aggiustamento concesso a ciascun paese possa essere esteso da quattro fino a sette anni se il piano include un adeguato insieme di riforme e investimenti.

La discussione fra gli Stati membri in merito alla comunicazione della Commissione ha avuto un primo esito nelle conclusioni del Consiglio della UE del 14 marzo scorso. In quella sede, il Consiglio ha espresso un generale apprezzamento per il nuovo impianto di governance, sollevando tuttavia specifiche questioni sulle quali ha invitato la Commissione a un’ulteriore riflessione. Tali questioni riguardavano in particolare: (i) le modalità inerenti la definizione della traiettoria di riferimento della spesa netta da parte delle autorità europee; (ii) la possibile introduzione di parametri quantitativi comuni a tutti i paesi⁷.

⁷ In particolare, nelle sue conclusioni il Consiglio “concorda sulla necessità di ulteriori chiarimenti e discussioni, anche in ordine ai seguenti ambiti: la definizione della traiettoria della Commissione, i requisiti per gli Stati membri che si ritiene abbiano modesti problemi di debito, tra cui l’eventuale inclusione di una traiettoria di bilancio, la definizione della spesa aggregata, l’adeguatezza e l’assetto di parametri quantitativi comuni a sostegno del quadro riformato, i principi per una proroga del percorso di bilancio, il ruolo delle raccomandazioni specifiche per paese, l’esecuzione dei piani nazionali e gli incentivi per le riforme e gli investimenti”.

Le conclusioni del Consiglio sono state seguite da un “non-paper” tedesco, in cui veniva suggerita l’adozione di salvaguardie comuni e numericamente prefissate⁸. In particolare, il documento propone due vincoli, il primo concernente l’aggregato della spesa netta, che in caso di rapporto fra il debito e il PIL superiore al 60 per cento dovrebbe crescere a un tasso inferiore a quello del prodotto potenziale (fino a circa 1 punto percentuale in meno in caso di elevati rischi di sostenibilità), il secondo relativo alla dinamica del debito in rapporto al prodotto, che dovrebbe ridursi di un punto percentuale all’anno (mezzo punto per i paesi con rischi di sostenibilità moderati) a partire dal primo anno di attuazione del piano.

2. La proposta legislativa della Commissione

La proposta legislativa della Commissione traspone in atti normativi i contenuti della comunicazione; pur confermando i principali elementi di quest’ultima, introduce alcune novità volte ad affrontare le questioni ancora aperte, che peraltro tutt’oggi rimangono oggetto di dibattito tra i paesi membri e tra questi e le autorità europee.

Il pacchetto legislativo comprende proposte per: (i) la sostituzione del regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio relativo al braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita (PSC); (ii) la modifica del regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio relativo al braccio correttivo del PSC e (iii) la modifica della direttiva 2011/85/UE del Consiglio relativa ai quadri di bilancio nazionali.

Nei testi presentati si conferma un processo articolato in più fasi.

Nella prima fase, quella di predisposizione dei Piani, la Commissione – in base alle condizioni macroeconomiche e di finanza pubblica del paese – presenta una “traiettoria tecnica” di riferimento per la spesa netta per un periodo minimo di quattro anni tale da garantire che, a politiche invariate, il rapporto debito pubblico e PIL sia avviato o mantenuto su un percorso di riduzione plausibile o rimanga a livelli prudenti e che il disavanzo sia

⁸ Cfr. “German technical non-paper following up on selected issues identified by the ECOFIN conclusions”, Aprile 2023; <https://www.bruegel.org/sites/default/files/2023-04/German%20technical%20non%20paper.pdf>.

portato e mantenuto al di sotto del limite del 3 per cento del PIL⁹. La traiettoria tecnica verrebbe resa pubblica e sarebbe definita secondo una metodologia comune basata sull'analisi di sostenibilità del debito effettuata dalla Commissione (cosiddetta *debt sustainability analysis*; “DSA”) tenendo quindi conto di margini di sicurezza contro i rischi legati ai tassi di interesse, alla crescita del PIL, al saldo primario e ai tassi di cambio¹⁰. I paesi con un disavanzo superiore al 3 per cento o un debito superiore al 60 per cento del PIL, nel definire la traiettoria per la spesa primaria netta, dovranno inoltre rispettare alcuni vincoli numerici. In particolare: i) il rapporto debito pubblico/PIL al termine dell'orizzonte di programmazione deve essere inferiore a quello nell'anno precedente a quello di inizio del Piano; ii) lo sforzo di bilancio deve essere distribuito in modo almeno proporzionale durante tutto il periodo di aggiustamento (sia esso di quattro o sette anni), evitando che le correzioni siano eccessivamente posticipate (*backloaded*); iii) nel periodo coperto dal piano, la crescita della spesa netta nazionale deve restare, di norma, mediamente inferiore alla crescita del prodotto potenziale. Nell'ambito del braccio correttivo del patto, nel caso di un disavanzo superiore al 3 per cento, a queste tre salvaguardie se ne aggiungono ulteriori due: iv) il percorso della spesa netta dovrà essere coerente con “un aggiustamento annuale minimo di almeno lo 0,5 per cento del PIL come parametro di riferimento” finché il disavanzo rimane al di sopra della soglia di Maastricht; v) per evitare ritardi negli aggiustamenti “il percorso correttivo di spesa netta garantisce che lo sforzo medio di aggiustamento di bilancio annuo, nei primi tre anni, sia almeno altrettanto elevato dello sforzo medio di bilancio annuo dell'intero periodo di aggiustamento”.

Nella seconda fase si apre un dialogo bilaterale tra lo Stato membro e la Commissione nell'ambito del quale è possibile ottenere anche un'estensione del periodo di aggiustamento da quattro fino a sette anni, a condizione che

⁹ Per gli Stati membri con un disavanzo inferiore al 3 per cento del PIL e un debito pubblico inferiore al 60 per cento del PIL, la Commissione fornirà informazioni tecniche riguardanti il saldo primario strutturale (ossia al netto della componente ciclica e delle misure temporanee) necessario al fine di garantire che il disavanzo nominale sia mantenuto al di sotto della soglia di riferimento in assenza di interventi per un periodo di 10 anni dopo la chiusura del Piano.

¹⁰ In particolare, l'adeguatezza della traiettoria della spesa verrebbe valutata sulla base dei seguenti criteri: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL dovrebbe essere in calo o rimanere a livelli prudenti, secondo gli scenari deterministici del quadro di proiezione del debito pubblico a medio termine della Commissione descritti nel *Debt Sustainability Monitor 2022*; il rischio che negli scenari stocastici il rapporto tra il debito e il prodotto non scenda nei cinque anni successivi al periodo di aggiustamento del piano sia sufficientemente basso.

vengano intraprese riforme e investimenti che favoriscano la crescita e la sostenibilità del debito. Tali interventi devono essere commisurati all'entità degli squilibri di finanza pubblica, sufficientemente dettagliati, anticipati (*frontloaded*), temporalmente definiti e verificabili. Terminato il dialogo, ogni Stato membro presenta alla Commissione e al Consiglio il proprio Piano di medio termine. Nel caso in cui il Piano contenga una traiettoria della spesa netta più elevata rispetto a quella della Commissione il paese deve fornire argomentazioni economiche solide e verificabili che giustifichino la differenza.

Nella terza fase, i Piani nazionali sono avallati dalla Commissione sulla base di un quadro di valutazione comune e successivamente approvati dal Consiglio; quanto approvato non può essere rivisto nei successivi quattro anni salvo circostanze eccezionali e oggettive o richiesta esplicita di un nuovo governo. In caso di mancato accordo, viene applicata la traiettoria tecnica elaborata dalla Commissione.

La quarta fase consiste nel monitoraggio. Gli Stati membri devono presentare relazioni annuali sullo stato di attuazione dei Piani. La Commissione monitora i percorsi della spesa netta anche tramite un conto di controllo, che tiene traccia delle deviazioni cumulative delle spese nette effettive dal percorso concordato. In caso di deviazioni significative, tenuto conto dei fattori rilevanti, può essere attivata la Procedura per disavanzi eccessivi basata sul criterio del debito. Elevati rischi di sostenibilità sono considerati un fattore rilevante che, di norma, determina l'apertura della Procedura. Per quanto invece riguarda la Procedura per disavanzi eccessivi basata sul saldo di bilancio, questa non varia rispetto all'attuale conformazione. Viene pertanto attivata nel caso in cui il disavanzo superi la soglia del 3 per cento a meno che non si tratti di un evento eccezionale, temporaneo e di modesta entità. Infine, il mancato rispetto degli impegni di riforma o investimento che hanno consentito un'estensione del periodo di aggiustamento può portare alla revisione del percorso di spesa netta con un periodo di aggiustamento più breve. È mantenuta la clausola di salvaguardia generale in caso di gravi shock per l'intera area dell'euro o per l'UE nel suo insieme, e si rafforza la possibilità, per i singoli paesi, di invocare una clausola di salvaguardia in caso di circostanze eccezionali al di fuori del controllo del governo con un

impatto rilevante sulle finanze pubbliche nazionali. L'attivazione di ciascuna delle due clausole richiede il consenso del Consiglio¹¹.

La proposta legislativa prevede anche un rafforzamento del ruolo delle istituzioni di bilancio indipendenti (*independent fiscal institutions*; IFI). In particolare, le IFI dovrebbero svolgere un ruolo maggiore nel processo di formazione del bilancio nazionale, ad esempio producendo valutazioni della sostenibilità del debito, formulando o approvando le previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica alla base dei programmi governativi e partecipando a regolari audizioni davanti al parlamento nazionale. Inoltre, nel trattare le valutazioni delle IFI, le autorità di bilancio dovrebbero seguire un approccio di tipo “*comply or explain*”. Si prevede infine che le IFI valutino ex-post il rispetto del percorso di spesa netta concordato. Dato il rilevante ruolo delle IFI, gli Stati membri sono invitati a garantire che queste dispongano di risorse proprie adeguate e stabili per svolgere efficacemente il loro mandato.

Un recente lavoro¹² fornisce una stima degli aggiustamenti del saldo primario strutturale necessari a soddisfare tutti i requisiti della riforma proposta dalla Commissione per quei paesi che secondo le previsioni della Commissione dello scorso maggio presentano un debito superiore al 60 per cento del PIL o un disavanzo superiore al 3 per cento nel 2024. Lo studio considera sia un periodo di aggiustamento di quattro anni sia uno, più esteso, di sette, e utilizza il quadro di riferimento della DSA del *Debt Sustainability Monitor 2022* della Commissione, ipotizzando che l'aggiustamento sia uniforme lungo l'orizzonte del Piano (salvo che le salvaguardie non impongano diversamente).

In media l'aggiustamento complessivo del saldo primario strutturale richiesto dal 2024 sarebbe superiore al 2 per cento del PIL, ma risulterebbe per molti paesi ad alto debito inferiore a quanto richiesto dall'attuale quadro

¹¹ Anche il quadro di regole attualmente in vigore prevede la possibilità di “allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento all'obiettivo di bilancio a medio termine [...], a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa”, “qualora si produca un evento inconsueto al di fuori del controllo dello Stato membro interessato che abbia rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria generale di detto Stato”. Si tratta, di fatto, di disastri naturali (cfr. Commissione europea, “Vade Mecum on the Stability & Growth Pact”, Institutional Paper 101, April 2019, p. 26). La proposta legislativa della Commissione rafforzerebbe invece questa opzione prevedendo la possibilità di deviare in “circostanze eccezionali al di fuori del controllo dello Stato”.

¹² Cfr. Darvas, Z., L. Welslau and J. Zettelmeyer (2023) “A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal”, Working Paper 16/2023, Bruegel.

di regole (almeno nel corso del periodo di aggiustamento e negli anni immediatamente successivi). Per l'Italia, la correzione sarebbe pari a circa 3,5 e 3 punti percentuali, rispettivamente su un orizzonte di quattro e sette anni.

Lo studio evidenzia inoltre come nel caso di orizzonte di correzione più breve le salvaguardie risultino vincolanti solo in pochissimi casi, fra cui la Francia, mentre nel caso di orizzonte più lungo, queste inducano correzioni più forti di quanto sarebbe derivabile dalla sola DSA in oltre la metà dei paesi considerati (fra cui anche l'Italia).

Alcuni Stati membri hanno accolto le proposte legislative della Commissione in modo molto critico. A metà giugno, un documento congiunto dei ministri delle finanze di 11 paesi della UE¹³ segnalava che le nuove norme potrebbero determinare percorsi di aggiustamento troppo lenti e ribadiva la necessità di ricorrere a criteri quantitativi minimi comuni a tutti.

Per focalizzare meglio la discussione sui punti più controversi della riforma in modo da raggiungere un accordo entro la fine dell'anno, all'inizio del proprio mandato la presidenza spagnola del Consiglio della UE ha identificato quattro questioni su cui era necessario giungere a una soluzione di compromesso: A) decidere su salvaguardie comuni, per garantire una riduzione sufficiente del debito; B) salvaguardare gli investimenti e le riforme chiarendo le regole per l'estensione del periodo di aggiustamento da 4 a 7 anni; C) realizzare un'efficiente ed equilibrata ripartizione dei compiti e dei poteri decisionali tra tutte le istituzioni coinvolte; D) assicurare *enforcement* e titolarità, chiarendo meglio il ruolo del conto di controllo e identificando le procedure appropriate e i fattori rilevanti da prendere in considerazione per l'apertura di Procedure per i disavanzi eccessivi.

3. Alcune valutazioni

La proposta legislativa della Commissione ha un impianto sostanzialmente analogo a quello già delineato dalla comunicazione pubblicata a novembre dello scorso anno. Nel complesso quindi, le valutazioni espresse nell'Audizione di febbraio 2023 restano valide. La riforma rappresenta, nel

¹³ "Reform of Europe's fiscal rules", op-ed del 15 giugno 2023 a firma dei ministri delle finanze di Germania, Repubblica Ceca, Austria, Bulgaria, Danimarca, Croazia, Slovenia, Lituania, Lettonia, Estonia e Lussemburgo. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Namensartikel/2023-06-15-reform-of-europes-fiscal-rules.html

suo insieme, un importante passo avanti. Il nuovo quadro di governance si concentra giustamente sulla sostenibilità di medio termine del debito anziché sulla calibrazione precisa e continua della politica di bilancio, ricercando un migliore equilibrio fra rigore e realismo dei percorsi di aggiustamento di ciascun paese¹⁴. Ne risultano tra l'altro ampliati, anche grazie al modo in cui lo strumento operativo di spesa è definito, gli spazi per politiche anticicliche.

Aumenta la titolarità nazionale delle scelte di bilancio. Infatti, come già ricordato, il nucleo della proposta risiede nel processo di contrattazione tra la Commissione e ciascuno Stato membro, che si traduce in un Piano che deve essere successivamente approvato dal Consiglio, mettendo in gioco la reputazione di tutte le parti coinvolte.

Per un paese che presenta livelli del debito o del disavanzo superiori alle soglie di Maastricht, la definizione di un adeguato percorso di aggiustamento si basa, correttamente, su un'analisi di ampio respiro circa la sostenibilità del debito. È possibile in questo modo evitare di fissare ex ante obiettivi numerici predefiniti, un approccio che si è dimostrato eccessivamente rigido e allo stesso tempo, poco efficace nell'influenzare le scelte dei paesi. Per non snaturare lo spirito della riforma, è necessario che il percorso di correzione non sia meccanicamente determinato dalla DSA, anche perché questo tipo di analisi è molto sensibile alle ipotesi di modellizzazione sottostanti e soggetta a elevati margini di incertezza.

Allo stesso modo, è necessario che le salvaguardie numeriche, introdotte dalla Commissione nella proposta legislativa per soddisfare legittime preoccupazioni di alcuni Stati membri, siano calibrate in modo tale da non essere sempre – o anche nella maggior parte dei casi – di fatto vincolanti. Da questo punto di vista, la proposta legislativa è meno flessibile di quanto prefigurato nella comunicazione della Commissione; è sconsigliabile un ulteriore irrigidimento.

Un altro elemento rilevante del nuovo quadro di regole, come già sottolineato, è il connubio fra piani di bilancio e impegni di riforme e investimenti. L'obiettivo è quello di evitare che le correzioni dei conti siano realizzate a discapito delle politiche a favore della crescita potenziale e delle

¹⁴ Cfr. anche F. Panetta “Investing in tomorrow: Future-proofing fiscal policies and governance in Europe”, intervento al workshop “European fiscal policy and governance reform in uncertain times” organizzato dalle istituzioni di bilancio indipendenti europee e dal Sistema europeo delle banche centrali, 20 settembre 2023.

transizioni verde e digitale. Affinché questo intento, di per sé condivisibile (se i tempi per il consolidamento dei conti sono eccessivamente stretti, c'è il rischio che lo si attui tagliando le spese per investimento), non si traduca in ingiustificate diluizioni dei programmi di aggiustamento, l'estensione temporale di questi ultimi è consentita solo nel caso di riforme e investimenti che abbiano un impatto rilevante sulla crescita potenziale e dunque sulla sostenibilità del debito. Ciò richiede che la definizione del quadro analitico di valutazione sia rigoroso, trasparente e condiviso. Le IFI e lo *European fiscal board* – una volta raggiunti in tutti i paesi standard qualitativi elevati e una adeguata dotazione di risorse e competenze – potrebbero essere chiamate ad esercitare un utile ruolo tecnico in quest'ambito.

I due principali limiti, sia del quadro di regole attuali sia di quello nuovo, sono la mancanza di un effettivo coordinamento delle politiche di bilancio al fine della gestione del ciclo macroeconomico dell'area nel suo complesso e l'insufficienza di investimenti a livello europeo laddove esistono economie di scala e esternalità significative tra paesi¹⁵.

Entrambi i problemi potrebbero essere affrontati con la creazione di una capacità di bilancio centrale permanente adeguatamente disegnata (ad esempio prendendo alcuni elementi del programma NGEU)¹⁶.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il bilancio europeo potrebbe espandersi a fronte di shock avversi comuni a tutti i paesi e contrarsi nelle fasi positive, affiancandosi alla politica monetaria¹⁷.

Per quanto riguarda gli investimenti, con l'emissione di debito comune si potrebbero finanziare progetti nell'ambito del digitale, dell'energia, dell'ambiente o della difesa, in modo da consentire un'azione più efficace (garantendo che questi beni pubblici siano forniti in quantità adeguata) e più efficiente (riducendo le sovrapposizioni di spesa).

¹⁵ Si tratta di due problemi distinti. Nella teoria della finanza pubblica, il primo afferisce alla funzione stabilizzatrice del bilancio, il secondo a quello dell'efficienza allocativa. Cfr. F. Panetta, "Investing in Europe's future: The case for a rethink", intervento all'Istituto per gli Studi di Politica Internazionale (ISPI), 11 novembre 2022.

¹⁶ Sulla necessità di una *fiscal capacity* si può vedere, ad esempio, F. Balassone, S. Momigliano, M. Romanelli e P. Tommasino (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. Cfr. anche Panetta, op. cit.

¹⁷ Cfr. F. Caprioli, M. Romanelli e P. Tommasino (2020), "Discretionary fiscal policy in the Euro area: Past, present and future", *Economia pubblica*, vol. 2020(1), pp. 55-85.

Infine, il debito comune costituirebbe un *safe asset* che agevolerebbe indirettamente la conduzione della politica monetaria nell'area e promuoverebbe lo sviluppo di un mercato dei capitali unico a livello europeo (la cosiddetta *Capital Markets Union*) e quindi il ruolo internazionale dell'euro. La Banca d'Italia si è espressa ripetutamente in merito¹⁸, così come il Consiglio direttivo della BCE¹⁹.

Nella comunicazione della Commissione si ammette che una *fiscal capacity* sarebbe utile ma tale elemento è assente dalla proposta legislativa.

È bene che la riforma della governance economica in corso di definizione venga approvata, perché rappresenta un passo in avanti rispetto all'insoddisfacente situazione attuale. Il completamento dell'architettura dell'Unione resterà comunque un obiettivo da perseguire con perseveranza nei prossimi anni.

¹⁸ Cfr. ad esempio, le “Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2022”, Roma, 31 maggio 2023.

¹⁹ Cfr. la risposta dell'Eurosistema dell'1 dicembre 2021 alla Comunicazione della Commissione europea “The EU economy after COVID-19: implications for economic governance” del 19 ottobre 2021 e l'opinione della BCE del 5 luglio 2023 sulla proposta di riforma della governance economica dell'Unione (OJ C 290, 18.8.2023, p. 17).

