

Commissione V della Camera dei Deputati
(Bilancio, Tesoro e Programmazione)

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

Sergio Nicoletti Altimari

Camera dei Deputati

Roma, 14 febbraio 2023

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

ringrazio la Commissione quinta della Camera per avere invitato la Banca d'Italia a svolgere le proprie considerazioni nell'ambito dell'esame della "Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE" (COM(2022) 583 final) della Commissione europea, pubblicata il 9 novembre scorso.

Poco più di un anno fa la Banca d'Italia ha contribuito all'indagine conoscitiva sulla *Conferenza sul futuro dell'Europa*¹. In quell'occasione ci siamo occupati di questioni rilevanti per la governance economica dell'Unione e quindi nell'intervento di oggi riprenderò diversi punti sottolineati anche allora, rileggendoli alla luce dei successivi sviluppi.

La Comunicazione della Commissione europea segna un passaggio atteso e importante di un dibattito in corso da tempo. Nell'ottobre del 2021, appena prima della conclusione della *Conferenza*, la Commissione europea aveva rilanciato il *Riesame della governance (EU economic governance review)*², sospeso nel 2020 poco dopo il suo avvio a causa dello scoppio della pandemia. Nel dare nuovo impulso al *Riesame* la Commissione sottolineava come il mutato contesto nel quale si sono venute a trovare le economie europee a seguito della pandemia non solo abbia reso ancora più evidenti le criticità della governance economica europea – relative alla effettiva capacità delle regole di garantire finanze pubbliche sostenibili e di prevenire squilibri macroeconomici, alla loro eccessiva complessità, all'insufficiente titolarità (*ownership*) nazionale – ma ne abbia anche fatte emergere altre, legate in particolare all'accumulazione di debito pubblico emesso per far fronte alle conseguenze della crisi.

La risposta delle politiche economiche, nazionali ed europee, alla crisi pandemica è stata forte e tempestiva. Le autorità nazionali hanno potuto agire con decisione grazie all'attivazione, già dal marzo 2020 e inizialmente fino al 2022, della "clausola di salvaguardia generale", che ha

¹ Memoria della Banca d'Italia, "Indagine conoscitiva sulla Conferenza sul futuro dell'Europa", Commissioni congiunte 3^a e 14^a 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), Roma, 7 dicembre 2021; cfr. www.bancaditalia.it/pubblicazioni/memorie/memorie-2021/memoria-07122021.pdf.

² Per maggiori informazioni sul complessivo processo di *Riesame della governance economica*, dal suo inizio fino al Comunicazione della Commissione dello scorso novembre cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-governance-review_it.

di fatto congelato le regole del Patto di stabilità e crescita; l'attivazione della clausola è stata poi prorogata fino alla fine di quest'anno. L'azione dell'Unione europea si è fondata sull'introduzione di strumenti straordinari e temporanei: il "Sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione in emergenza" (*Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency – SURE*) ha dotato l'Unione di una capacità di prestito pari a 100 miliardi; *Next Generation EU* (NGEU) ha messo a disposizione dei paesi membri oltre 800 miliardi, sotto forma di sovvenzioni e di prestiti, per sostenere la ripresa economica e per finanziare investimenti per la doppia transizione, verde e digitale.

Il *Riesame* ha posto anche attenzione al ruolo che in futuro potranno avere analoghi strumenti. Quanto accaduto dopo l'autunno del 2021, a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, delle conseguenti tensioni geopolitiche e della crisi energetica, ha ulteriormente rafforzato la percezione di inadeguatezza della governance economica europea.

Nel contributo della Banca d'Italia sopra ricordato si auspicava che una riforma complessiva dell'architettura economica europea potesse basarsi su due pilastri fondamentali: un ripensamento delle regole di bilancio dell'Unione, al fine di renderle meno complesse, più realistiche negli obiettivi di riduzione del debito pubblico e più orientate alla crescita economica, e la costituzione di una effettiva capacità di bilancio (*fiscal capacity*) europea.

La Comunicazione della Commissione si focalizza sul primo di questi due pilastri (le regole di bilancio), compiendo, a mio avviso, un passo nella giusta direzione. Nel valutarla è importante ricordare che regole di bilancio ben disegnate sono comunque necessarie (soprattutto nell'ambito di un'unione monetaria) e che, al di là delle regole, l'elevata incidenza del debito sul prodotto è una fonte pericolosa di vulnerabilità. Anche, e soprattutto, per il nostro paese la sua riduzione resta prioritaria.

Prima di esaminare i contenuti della proposta della Commissione, ripercorrerò gli argomenti a sostegno dell'introduzione di appropriati vincoli alle politiche di bilancio nazionali e richiamerò sia le criticità delle attuali regole europee sia i principali elementi di consenso emersi nel dibattito sui modi per porvi rimedio. Chiuderò con alcune riflessioni sulla necessità di una capacità di bilancio europea.

1. Alcune considerazioni generali sulle regole di bilancio

L'esperienza degli ultimi due anni ci ha ricordato con forza che quando uno shock sfavorevole colpisce l'economia un temporaneo peggioramento del saldo di bilancio e il ricorso al debito pubblico possono essere necessari per attenuare l'impatto della crisi sulle famiglie e sulle imprese. Anche in tempi normali può essere opportuno ricorrere al debito pubblico, 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 utili a stabilizzare l'attività economica o a determinare livelli più elevati di crescita nel lungo termine, e quindi dannosi. Meccanismi simili a quelli che generano questa “preferenza per il deficit” (*deficit bias*³) producono anche distorsioni nella composizione del bilancio pubblico, ad esempio favorendo eccessivamente la spesa corrente rispetto a quella per investimenti, e nella tempistica degli interventi, determinando politiche pro-cicliche (espansive nelle fasi macroeconomiche favorevoli e restrittive nelle recessioni).

Imporre vincoli alla politica di bilancio può limitare questi problemi, contribuendo a un processo di bilancio più ordinato e orientato al medio-lungo periodo. Tali vincoli non devono essere necessariamente solo di natura quantitativa: possono avere anche carattere procedurale e organizzativo.

³ Diversi sono i meccanismi che possono determinare il *deficit bias*. La letteratura economica ha messo in luce in particolare: l'esistenza di asimmetrie informative tra i responsabili delle politiche economiche e i cittadini, le difficoltà nel ricomporre interessi divergenti tra i diversi gruppi sociali o le diverse aree geografiche di un paese, la limitatezza dell'orizzonte temporale delle decisioni e l'interazione strategica tra forze politiche durante i cicli elettorali, un'insufficiente considerazione del benessere delle generazioni future.

Resta necessario lasciare spazio per rispondere in modo sufficientemente flessibile alle necessità determinate dal contesto economico, specie se impreviste. Un quadro di regole chiaro, rigoroso e credibile consente di prevedere le poche eccezioni necessarie in caso di eventi avversi fuori dal controllo delle autorità di politica economica, senza mettere in discussione l'ancoraggio nel medio termine delle aspettative di famiglie, imprese e investitori finanziari e mantenendo fermi i presidi contro un'eccessiva accumulazione di debito.

In un'unione monetaria l'importanza di presidi adeguati contro il *deficit bias* è ancora maggiore, in quanto la sostenibilità delle finanze pubbliche di ciascun paese è una condizione fondamentale per garantire la stabilità dell'intera area. Bisogna evitare, da un lato, che percezioni errate producano tensioni finanziarie con conseguenze di rilievo sull'onere del debito, dall'altro che sorgano dubbi sulla determinazione a procedere al sostanziale riequilibrio dei conti pubblici.

Un sistema di regole di bilancio comuni, opportunamente integrato con meccanismi di decisione collettivi, può contribuire in un certo grado al coordinamento delle politiche di bilancio nazionali. Si riduce così il rischio che decisioni discrezionali delle autorità nazionali non tengano conto dell'impatto sulla domanda aggregata degli altri paesi e sull'inflazione dell'area, determinando un orientamento della politica di bilancio aggregato inappropriato (perché troppo restrittivo o troppo espansivo) e interferendo in questo modo con la politica monetaria unica. Come argomenterò più avanti, tuttavia, per contenere questi rischi di coordinamento non si può fare affidamento solo sui vincoli ai bilanci nazionali: è indispensabile anche l'introduzione di una qualche forma di capacità di bilancio comune.

2. Le criticità delle regole di bilancio europee

Già a partire dal Trattato di Maastricht i paesi dell'Unione europea hanno deciso, per garantire la disciplina di bilancio a livello nazionale, di vincolarsi a un quadro comune di regole invece

di contare solo sull'operare di meccanismi di mercato⁴. Nel tempo il quadro è stato modificato più volte, introducendo il riferimento a variabili non osservabili (come il saldo di bilancio strutturale), nuovi vincoli (come la regola di spesa e la quantificazione di un ritmo minimo di riduzione del rapporto tra debito e prodotto) e nuove procedure e istituzioni per il controllo e la correzione dei conti pubblici, come il semestre europeo, lo *European fiscal board* e le istituzioni nazionali di bilancio indipendenti (*fiscal councils*).

È via via aumentata la complessità del quadro normativo. Con l'obiettivo di assicurare tutti (paesi membri e istituzioni dell'Unione) circa l'adeguatezza del sistema in ogni circostanza, è cresciuto notevolmente il dettaglio delle norme⁵ e con esso il numero di eccezioni⁶ e lo spazio di discrezionalità per le istituzioni europee, il che ha finito col rendere spesso controverso l'esito delle valutazioni sulle politiche dei paesi membri.

Sebbene casi di paesi che sono incorsi in una Procedura per i disavanzi eccessivi sono in effetti numerosi, questo non vuol dire che le regole siano state inefficaci. Nonostante gli inevitabili limiti nella costruzione di scenari "controfattuali" rispetto ai quali misurare l'impatto delle regole, alcuni studi suggeriscono ad esempio che la soglia del 3 per cento per il disavanzo sia stata efficace nell'ancorare i comportamenti (anche se più come valore obiettivo che come livello massimo)⁷; inoltre procedure condivise, la *peer pressure* e lo scrutinio da parte di istituzioni terze, contribuendo a una maggiore trasparenza, hanno aumentato gli incentivi alla disciplina di bilancio. Partendo da queste considerazioni si può avviare un percorso di riforma che miri a ridurre le criticità delle regole attuali.

⁴ Già nel 1989 la Commissione Delors aveva giustamente osservato che: "i vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti". Questo rischio si è materializzato con forza dirompente durante la crisi dei debiti sovrani.

⁵ La crescente complessità del quadro normativo è ben evidenziata dall'aumento della lunghezza del *Vade Mecum* sul Patto di stabilità e crescita predisposto dalla Commissione europea, che è quasi raddoppiata tra la prima edizione del 2013 e l'edizione del 2018, raggiungendo le 220 pagine. Attualmente la base giuridica del Patto di stabilità e crescita è costituita da 3 articoli del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), dal Protocollo n. 12 allegato al Trattato, da 8 Regolamenti e da una Direttiva. Tale normativa è integrata da numerosi altri documenti (oltre al *Vade Mecum*, ad esempio, vanno considerati il codice di condotta, le comunicazioni della Commissione europea, i pareri del Comitato economico e finanziario) che definiscono in modo più dettagliato le modalità di attuazione del Patto.

⁶ Le principali eccezioni, che permettono deviazioni dalle regole, riguardano il verificarsi di eventi eccezionali al di fuori del controllo dei governi ("*unusual events*"), le gravi crisi economiche ("*severe economic downturns*"), la realizzazione di riforme strutturali ("*structural reform clause*") o piani di investimento ("*investment clause*"), la presenza di fattori rilevanti che possano giustificare deviazioni ("*relevant factors*").

⁷ Caselli e Wingender (2021).

Dall'esperienza europea degli ultimi anni si possono trarre alcune lezioni. Si è innanzitutto avuta la conferma dell'impossibilità di definire ex ante un "contratto completo", di scrivere cioè le regole in modo da stabilire in anticipo i comportamenti ammessi in tutte le condizioni che possono realizzarsi; questo non solo e non tanto perché un simile "contratto" risulterebbe irrealisticamente complesso, ma soprattutto perché alcune contingenze – e le loro conseguenze – sono genuinamente impossibili da prevedere (si pensi, di nuovo, alla pandemia e all'invasione dell'Ucraina)⁸. Anche per questo le regole, più che entrare nel dettaglio della politica economica dei singoli paesi, dovrebbero mirare a evitare scelte e comportamenti nazionali in grado di danneggiare il resto dell'Unione.

Solo in tempo reale, quando si può osservare il contesto in cui si definiscono le politiche, le loro implicazioni di medio periodo possono diventare oggetto di un dialogo informato e trasparente tra istituzioni europee e Stati membri, portando alla definizione di una strategia di bilancio condivisa.

3. Gli elementi di maggiore consenso emersi nel dibattito prima della Comunicazione

Il dibattito sulla riforma delle regole di bilancio europee è ampio e articolato. In termini di grado di "innovazione" rispetto alle regole attuali, le proposte si posizionano su un *continuum* che va da aggiustamenti limitati⁹ a revisioni complete¹⁰. La maggior parte si colloca su una posizione intermedia, delineando modifiche sostanziali ma riconoscendo come politicamente irrealistico un approccio "rivoluzionario". Vorrei ripercorrere con voi gli elementi che ritengo abbiano raccolto maggiore consenso nel dibattito a livello accademico e istituzionale.

In primo luogo è ampiamente condivisa la necessità di semplificare il quadro normativo, passando da una pluralità di obiettivi (attualmente relativi al disavanzo nominale, al disavanzo strutturale, alla spesa e al debito¹¹) – talvolta in contraddizione fra loro, talaltra

⁸ Si può prevedere una clausola di salvaguardia a fronte di questo genere di eventi, ma è difficile precisare ex ante la durata dell'eccezione e l'entità della deviazione ammessa.

⁹ Christofzik *et al.* (2018) e Deutsche Bundesbank (2019).

¹⁰ Blanchard *et al.* (2021).

¹¹ Le regole attuali prevedono che solo l'obiettivo di medio termine per il saldo strutturale sia differenziato per paese in base, principalmente, al livello del debito pubblico e all'impatto atteso della demografia sulla sostenibilità dei conti pubblici.

ridondanti – a un unico obiettivo di medio periodo per il rapporto tra il debito e il PIL (in molte proposte differenziato per paese). Questa indicazione, che appare condivisibile, permetterebbe anche di chiarire che l'obiettivo ultimo del quadro di regole di bilancio è la sostenibilità del debito pubblico. Le varie ipotesi di riforma differiscono però in merito alle modalità e ai criteri per la fissazione dell'obiettivo di medio periodo.

Inoltre, la maggior parte dei contributi, con poche eccezioni, suggerisce l'adozione di un unico strumento operativo definito in termini di un limite massimo al tasso di crescita della spesa pubblica. Tale limite verrebbe fissato per un periodo pluriennale (solitamente triennale), al fine di rafforzare l'orientamento al medio termine della programmazione di bilancio.

In genere le proposte prevedono che il limite al tasso di crescita della spesa sia in linea con quello del prodotto potenziale, laddove necessario con un fattore correttivo per garantire che il tetto alla spesa determini disavanzi coerenti con l'obiettivo del debito a medio termine. Inoltre di norma viene presa in considerazione la spesa nominale primaria al netto delle componenti che si adeguano “automaticamente” (ossia senza alcun intervento legislativo discrezionale) alle condizioni cicliche, come le integrazioni salariali o gli assegni di disoccupazione, e al netto dell'impatto stimato di eventuali misure discrezionali in materia di entrate.

Secondo i proponenti di questo strumento, la “spesa primaria netta” presenta alcuni vantaggi. In primo luogo fa riferimento a una variabile che i governi possono controllare in modo diretto. Si tratta inoltre di un aggregato che può essere facilmente monitorato ed è relativamente facile da comunicare. Infine il rispetto di una regola di spesa così definita ha intrinseche caratteristiche di stabilizzazione anticiclica¹². È stato inoltre argomentato che la stima del tasso di 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 (la differenza

¹² 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 maggiore del (inferiore al) tasso potenziale, il rapporto tra la spesa e il PIL diminuirà (aumenterà) con un effetto di stabilizzazione dell'economia.

percentuale tra il prodotto effettivo e quello potenziale, su cui si basa il calcolo del saldo strutturale utilizzato nelle regole attuali)¹³.

Non mancano critiche – per molti aspetti, a mio avviso, fondate – al criterio della spesa (declinato nelle sue varie versioni) come singolo strumento operativo, che ne mettono in dubbio la superiorità rispetto al saldo strutturale in termini di trasparenza, comunicabilità e robustezza. Esso infatti si basa comunque su variabili difficili da prevedere ex ante e da misurare ex post, quali ad esempio il PIL potenziale o 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 (ossia del principale strumento operativo nelle regole attuali) dalla variazione del debito, che è la grandezza ultima alla quale le regole dovrebbero mirare.

Altre proposte suggeriscono, in modo condivisibile, di utilizzare come strumento operativo il saldo primario nominale tra entrate e spese pubbliche (al netto della spesa per interessi), stabilendo per tale variabile un percorso coerente con le condizioni macroeconomiche previste e con il raggiungimento dell’obiettivo indicato per il rapporto fra il debito e il prodotto.

Per quanto riguarda l’attuazione delle regole, la maggior parte dei contributi concorda sul fatto che le sanzioni finanziarie previste dal Patto si sono rivelate inefficaci, in quanto soggette alla discrezionalità politica del Consiglio (di fatto le sanzioni non sono mai state applicate). Per tale ragione, oltre a renderle “più automatiche”, alcune ipotesi di riforma delineano un sistema di incentivi al rispetto delle regole (“condizionalità positiva”), prevedendo ad esempio 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. In alcuni studi, inoltre, si suggerisce di prevedere, nel caso di programmi non in linea con le regole, la possibilità che le autorità europee blocchino o ritardino l’approvazione del bilancio o vincolino il finanziamento dell’eccesso di spesa all’emissione di titoli junior.

¹³ La regola di spesa proposta 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 (connessa, in particolare, con la possibilità che lo stesso livello di output gap può essere determinato da variabili macroeconomiche diverse, con impatti differenti sui conti pubblici). La spesa è invece molto meno sensibile al ciclo economico.

Infine, esiste un ampio consenso circa la necessità di ridurre drasticamente il numero di esenzioni ed eccezioni, limitandole ai casi di eventi importanti al di fuori del controllo dei responsabili delle politiche economiche (gravi crisi economiche o disastri naturali), e di rafforzare il ruolo dei *fiscal councils* nazionali e dello *European fiscal board*.

Questo è il quadro nel quale si inserisce la Comunicazione della Commissione europea dello scorso novembre, segnando un passaggio importante e un punto di riferimento ineludibile per il prosieguo del dibattito. Non cogliere appieno il carattere di snodo di questa Comunicazione sarebbe rischioso per i paesi, come il nostro, per i quali la questione del risanamento delle finanze pubbliche si pone con più urgenza: un atteggiamento di chiusura potrebbe paradossalmente portare a perpetuare lo status quo e quindi le sue criticità. I tempi sono stretti: per usare le parole della Commissione europea “[è] giunto il momento di passare dal dibattito alle decisioni”¹⁴, anche se senza dubbio vi sono questioni importanti per il futuro dell’Europa (penso soprattutto alla creazione di una capacità di bilancio europea) che non vengono affrontate dalla Comunicazione e sulle quali sarà necessario continuare a lavorare.

4. La Comunicazione sulla riforma della governance economica della UE

Con la Comunicazione dello scorso autunno la Commissione europea ha delineato il proprio progetto di modifica del quadro delle regole di bilancio (oltre che della Procedura per gli squilibri macroeconomici). La riforma mira a ridurre “gli elevati rapporti debito pubblico/PIL in modo realistico, graduale e duraturo” e a “promuovere una crescita sostenibile e inclusiva” attraverso investimenti e riforme, in particolare quelli necessari alle transizioni verde e digitale. Nelle intenzioni della Commissione, il nuovo quadro di regole – orientato al medio termine – dovrebbe garantire un più elevato grado di titolarità nazionale, maggiore semplicità e meccanismi di applicazione più efficaci, nonché una più forte integrazione tra politiche di bilancio e politiche strutturali.

¹⁴ La Comunicazione della Commissione precisa che gli “Stati membri e la Commissione dovrebbero raggiungere un consenso sulla riforma del quadro di governance economica prima delle procedure di bilancio degli Stati membri per il 2024”.

La Commissione non interviene sui parametri di riferimento inseriti nel Trattato di Maastricht: rimarrebbero quindi invariati il limite del 3 per cento del PIL per il disavanzo (e la relativa Procedura per i disavanzi eccessivi) e quello del 60 per cento per il debito (ma la relativa Procedura cambierebbe; cfr. infra). Tuttavia, verrebbe abolita la cosiddetta “regola del debito”, che prevede la riduzione in media d’anno di 1/20 della differenza fra l’incidenza del debito sul PIL e la soglia di Maastricht. Anche il braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita sarebbe abrogato nella sua forma attuale.

L’elemento centrale del nuovo quadro di regole è costituito dai “Piani strutturali nazionali di bilancio a medio termine”, che devono includere obiettivi di finanza pubblica unitamente a progetti di riforme e investimenti volti a favorire una crescita sostenibile e inclusiva; i piani devono anche prevedere azioni tese a eliminare eventuali squilibri riscontrati nell’ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici. I piani devono assicurare una riduzione plausibile e continua del debito (o almeno la sua stabilizzazione a livelli “prudenti”); il percorso di aggiustamento di bilancio concordato può essere più graduale se accompagnato da programmi di investimento e di riforma più ambiziosi. Come strumento operativo di attuazione del piano, si prevede una regola di spesa, basata sulla definizione di una traiettoria quadriennale della “spesa pubblica primaria netta” (ossia al netto degli esborsi per interessi, della componente ciclica connessa con la disoccupazione e delle misure discrezionali riguardanti le entrate) coerente con l’obiettivo di debito.

La Comunicazione della Commissione ha delineato anche un possibile schema di riforma della Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP), che mira anch’esso ad aumentare la titolarità nazionale degli interventi di politica strutturale e ad accrescere l’efficacia della sorveglianza nel prevenire l’accumulo di vulnerabilità e rischi nuovi e nel promuovere adeguate misure d’intervento, intensificando il dialogo diretto tra la Commissione e gli Stati membri. In particolare, la riforma andrebbe a rafforzare il ruolo preventivo della MIP focalizzando le analisi alla base dell’Alert Mechanism Report – la pubblicazione che apre il ciclo del Semestre europeo – sugli andamenti delle variabili legate ai flussi. In caso di peggioramento di tali indicatori, le analisi approfondite per gli Stati membri con possibili squilibri macroeconomici verrebbero quindi effettuate più rapidamente e più frequentemente che in passato. Le variabili di stock sarebbero comunque considerate per la valutazione complessiva. Verrebbe inoltre posta maggiore enfasi sugli squilibri complessivi all’interno dell’Unione europea e nell’area dell’euro, con un’attenzione particolare ai rischi sistemici (inclusi quelli relativi al cambiamento climatico e alle transizioni verdi ed energetiche), facendo anche esplicito riferimento agli squilibri nazionali che generano esternalità negative sul resto dei paesi membri. Sarebbe infine ridotta l’intensità della sorveglianza sui paesi “virtuosi”, cioè quelli che hanno adottato politiche volte a ridurre gli squilibri con evidenza

di effetti positivi sulle variabili di stock: per questi paesi esami approfonditi più completi verrebbero effettuati di norma solo una volta ogni tre anni.

In caso fossero ravvisati squilibri, come ricordato, le riforme e gli investimenti necessari per correggerli dovrebbero essere inclusi nei “piani strutturali nazionali di medio periodo”. In caso di mancata attuazione di tali interventi, verrebbe attivato il braccio correttivo della procedura (Excessive Imbalance Procedure, EIP). Qualora emergessero nuovi squilibri durante la fase di attuazione dei piani, si instaurerebbe un nuovo dialogo tra lo Stato membro, la Commissione e il Consiglio che potrebbe portare a una nuova estensione del piano o a sue modifiche. Tuttavia, la Commissione non ha fornito dettagli su come controllare l’attuazione delle riforme e degli investimenti individuati come necessari per superare gli squilibri macroeconomici, soprattutto in caso di attivazione dell’EIP.

In dettaglio, secondo la Commissione il nuovo quadro dovrebbe articolarsi in quattro fasi ed essere differenziato in base al livello di rischio di sostenibilità dei conti pubblici di ciascun paese; la classificazione dei paesi secondo il grado di rischio – “sostanziale”, “moderato”, “modesto” – sarebbe definita in base ai risultati dell’analisi di sostenibilità del debito (*Debt sustainability analysis, DSA*) della Commissione.

Nella prima fase, la protagonista è la Commissione che propone al paese un piano di aggiustamento di riferimento (*benchmark*).

Per gli stati membri con un problema di debito pubblico “sostanziale”, si tratterebbe di un programma che copre almeno 4 anni, redatto in modo da garantire che, almeno a partire dalla fine dell’orizzonte di pianificazione, a politiche invariate la traiettoria decennale del rapporto tra debito e prodotto sia discendente in modo plausibile e continuo e che il disavanzo sia credibilmente mantenuto al di sotto del limite del 3 per cento del PIL. Il piano includerebbe margini di sicurezza contro i rischi legati ai tassi di interesse, alla crescita del PIL, al saldo primario e ai tassi di cambio e riporterebbe anche una stima del saldo primario strutturale che verrebbe raggiunto al termine del quadriennio. Il piano di aggiustamento di riferimento e la sottostante analisi di sostenibilità verrebbero resi pubblici.

Per quanto riguarda i paesi con un problema di debito “moderato”, l’unica differenza riguarderebbe i tempi entro i quali garantire che il debito inizi a ridursi: anziché dalla fine dell’orizzonte di programmazione, questo risultato andrebbe conseguito entro i 3 anni successivi.

Per gli Stati membri con un problema di debito pubblico “modesto”, vi sarebbe solo un obiettivo di medio periodo definito in termini di disavanzo: quest’ultimo dovrebbe essere mantenuto al di sotto del 3 per cento su un periodo di 10 anni, trascorsi al massimo tre anni dell’orizzonte temporale del piano.

In una seconda fase, ciascun paese presenterebbe il proprio piano nazionale. La presentazione del piano è preceduta da un dialogo tecnico con la Commissione, che deve valutare anche se le riforme e gli investimenti che il paese intende includere siano atti a favorire la crescita e la sostenibilità dei conti pubblici, siano coerenti con le priorità europee e non determinino effetti di spiazzamento di precedenti programmi. Sarebbe inoltre richiesto che gli interventi strutturali siano definiti con un sufficiente grado di dettaglio, siano verificabili e abbiano un profilo temporale definito e adeguato.

Nella terza fase, i piani nazionali sarebbero avallati dalla Commissione sulla base di un quadro di valutazione comune e successivamente approvati dal Consiglio; salvo circostanze eccezionali e oggettive, quanto approvato non potrebbe essere rivisto nei successivi quattro anni. In caso di mancato accordo, verrebbe applicato il piano di riferimento elaborato dalla Commissione.

La quarta fase consiste nel monitoraggio annuale. Gli Stati membri dovrebbero presentare relazioni annuali sullo stato di avanzamento dell’attuazione dei piani, incluse le riforme e gli investimenti. La sorveglianza sarebbe effettuata esaminando sia il saldo di bilancio nominale sia l’andamento della “spesa pubblica primaria netta”. Con riferimento al saldo, la Procedura per i disavanzi eccessivi basata sulla soglia del 3 per cento del PIL rimarrebbe invariata. Quella basata sul debito verrebbe invece rafforzata e incentrata sugli scostamenti rispetto al piano. In particolare, per i paesi con problemi di debito pubblico “sostanziali”, deviazioni dal percorso concordato porterebbero automaticamente all’apertura della Procedura, mentre per i paesi con problemi “moderati” quest’ultima sarebbe oggetto di valutazioni più approfondite. Il mancato rispetto degli impegni di riforma o investimento comporterebbe l’obbligo di accelerare il consolidamento di bilancio. Inoltre, la Commissione tratterebbe traccia del valore cumulato delle deviazioni dal percorso pluriennale di “spesa pubblica primaria netta” concordato.

La gamma delle sanzioni verrebbe ampliata, ad esempio prevedendo la sospensione dei finanziamenti dell'UE qualora gli Stati membri non adottino misure sufficienti a correggere il loro disavanzo eccessivo o prevedendo sanzioni rilevanti per la reputazione dei paesi, come la richiesta di presentare al Parlamento europeo le misure adottate nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

La proposta della Commissione mantiene la clausola di salvaguardia generale in caso di gravi shock per l'intera area dell'euro o per l'UE nel suo insieme, così come 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 Consiglio.

Viene infine riconosciuto che le istituzioni di bilancio indipendenti possano avere un ruolo nel rafforzamento del nuovo quadro di regole: tali istituzioni potranno fornire valutazioni, ex ante, sull'adeguatezza dei piani e delle ipotesi sottostanti e contribuire poi alla fase di controllo dell'attuazione del piano stesso. Tuttavia, le loro opinioni non sarebbero vincolanti per la Commissione e il Consiglio, che rimarrebbero responsabili della sorveglianza, mantenendo il potere di proporre e decidere.

5. Alcune valutazioni

La proposta della Commissione rappresenta un passo in avanti: si concentra sulla sostenibilità dei conti pubblici piuttosto che sulla calibrazione precisa (*fine tuning*) della politica di bilancio, mira a ridurre la complessità del quadro di regole, ad aumentare la titolarità nazionale, a trovare un migliore equilibrio fra prudenza e realismo (e quindi credibilità) dei percorsi di aggiustamento di ciascun paese. Riconosce giustamente che – sebbene vada minimizzato il rischio di trattamento disomogeneo fra paesi – in un contesto complesso e caratterizzato da elevata interdipendenza come quello europeo le regole di bilancio non possono essere né definite puntualmente per tutte le possibili circostanze né basate unicamente su criteri numerici stabiliti ex ante; è invece necessario che le istituzioni deputate al rispetto delle regole abbiano un adeguato margine di flessibilità.

Anche nella sua articolazione, la posizione della Commissione appare condivisibile¹⁵. Individua nella dinamica di medio periodo del rapporto fra il debito e il PIL il cardine dell'intero sistema di regole, scelta sulla quale – come detto – è emerso un ampio consenso. Si tratta di una grandezza semplice da comunicare e – più di ogni altro indicatore di finanza pubblica – costantemente all'attenzione degli investitori e dei mercati. Si basa su un processo di contrattazione bilaterale tra istituzioni europee e ciascuno stato membro, che si traduce in un “contratto” che vincola tutte le parti, i cui contenuti non sono limitati da obiettivi numerici stabiliti ex ante e uguali per tutti i paesi.

A mio avviso essa presenta, tuttavia, alcuni aspetti che meritano ulteriore riflessione.

Un primo elemento da considerare è il ruolo dell'analisi di sostenibilità del debito (DSA), che viene utilizzata per definire sia la categoria di rischio di ciascun paese sia il percorso di aggiustamento di riferimento.

L'obiettivo, condivisibile, è di garantire trasparenza ex ante ed equità orizzontale nell'applicazione delle regole fra i paesi. Tuttavia gli esiti di qualsiasi DSA sono molto sensibili alle ipotesi sottostanti, e risultano difficili da comunicare in modo corretto non solo al pubblico in generale ma anche agli investitori (quest'ultimo aspetto è particolarmente delicato per le implicazioni che potrebbe avere per la stabilità finanziaria). Classificare i paesi in tre gruppi sulla base di una DSA rischia inoltre di determinare trattamenti significativamente diversi per casi molto simili e viceversa.

Proiezioni di medio periodo e analisi di scenario dovrebbero a mio avviso costituire una base informativa comune fra paese e Commissione nella definizione del migliore percorso di aggiustamento, senza che il loro utilizzo nella fase di contrattazione sia automatico o eccessivamente semplificato. Il quadro normativo potrebbe limitarsi a stabilire alcuni principi generali, per esempio a richiedere che, a parità di altre condizioni, la correzione dei conti pubblici dovrebbe essere tanto più rapida quanto (i) maggiore è il debito iniziale, (ii) minori sono le stime di crescita del prodotto potenziale, (iii) maggiore è la sensibilità della spesa per interessi agli shock macroeconomici e finanziari.

¹⁵ Romanelli *et al.* (2022) presentano una proposta che ha molti punti di contatto con quella della Commissione.

Per evitare che la declinazione delle regole secondo le specificità macroeconomiche e di finanza pubblica dei paesi si traduca in un esercizio di mera discrezionalità e per ridurre il timore di un'applicazione sbilanciata a favore di alcuni, si potrebbe fare maggiore leva – oltre che sul multilateralismo garantito in seno al Consiglio – sulle istituzioni di bilancio indipendenti nazionali, coadiuvate dallo *European fiscal board*, affidando loro la validazione delle previsioni tendenziali dei conti pubblici e della quantificazione delle misure discrezionali¹⁶. In questi anni, l'esperienza di molti paesi ha mostrato che i *fiscal councils* nazionali possono svolgere un ruolo utile nell'ambito delle procedure di bilancio nazionali, ma i criteri con cui operano, gli strumenti analitici e le risorse di cui dispongono sono molto eterogenei tra paesi. L'*European fiscal board* potrebbe favorire il loro rafforzamento, ad esempio sviluppando metodologie comuni e diffondendo le migliori pratiche; al *board* potrebbe inoltre essere affidata una valutazione periodica del grado di omogeneità nell'applicazione delle regole, destinata a essere resa pubblica.

Sempre nell'ottica di porre presidi a garanzia del trattamento omogeneo dei paesi e di circoscrivere la discrezionalità della Commissione, potrebbe essere utile stabilire che il percorso di aggiustamento in caso di mancato accordo circa il piano nazionale sia uguale per tutti e basato su un criterio numerico stabilito ex ante: i paesi potrebbero ad esempio essere chiamati a ridurre il rapporto tra il debito e il PIL a un ritmo prestabilito (realisticamente inferiore al “ventesimo” delle regole attuali¹⁷).

Un altro elemento su cui riflettere riguarda la fusione degli attuali programmi di stabilità e convergenza con i programmi nazionali di riforma, connessa con lo stretto collegamento tra i piani di bilancio e le riforme e gli investimenti prefigurato dalla Commissione. L'intento, condivisibile, è quello di incentivare l'adozione di politiche strutturali che promuovano una crescita sostenibile e accompagnino le transizioni verde e digitale. Tuttavia, visti anche gli ampi margini di incertezza che inevitabilmente caratterizzano questo tipo di valutazioni tecniche, sarebbe opportuno includere nei piani di medio periodo solo le riforme che hanno un impatto rilevante e dimostrabile sulla crescita potenziale e – per questa via – sulla sostenibilità del

¹⁶ Cfr. anche Bordinon *et al.* (2022).

¹⁷ Cfr. Romanelli *et al.* (2022) e Lane (2021).

debito. Allo *European fiscal board*, e alla rete dei *fiscal councils* nazionali, potrebbe essere affidato il compito di effettuare il lavoro analitico su questi aspetti.

Infine, per quanto riguarda il sistema di sanzioni, vi sono solo brevi cenni nella Comunicazione, che non sembra evidenziare elementi particolarmente innovativi. Sinora le sanzioni non sono state mai applicate e sono risultate inefficaci nel garantire il rispetto delle regole. Potrebbero invece essere esplorati meccanismi premianti di incentivo, da accompagnarsi alle sanzioni (ad esempio la partecipazione a forme di capacità di bilancio comune, come quelle discusse nella sezione successiva).

6. L'introduzione di una capacità di bilancio europea

La comunicazione della Commissione, pur suggerendone l'opportunità, non discute l'introduzione di una capacità di bilancio europea.

Come più volte segnalato dalla Banca d'Italia, una capacità di bilancio sovranazionale consente di gestire in modo più efficiente sia shock che colpiscono singoli paesi, sia eventi avversi comuni a tutti, quali ad esempio la pandemia o la crisi energetica. Infatti, mentre le politiche di bilancio nazionali possono al più "distribuire nel tempo" tra le generazioni che vivono e vivranno in un dato paese il costo di uno shock, un bilancio comune permetterebbe anche di "distribuirli nello spazio", ripartendo gli oneri tra tutti gli stati membri. Ex ante, questa possibilità è un beneficio per tutti i partecipanti all'unione, a patto che il rischio di questi ultimi di essere colpiti da shock avversi non sia troppo disomogeneo¹⁸.

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 l'evento avverso accada. Per contenere questi rischi si può prevedere che la capacità centrale intervenga solo a fronte di shock particolarmente gravi e che ex ante in valore atteso i trasferimenti netti tra paesi debbano essere sostanzialmente nulli. Inoltre,

¹⁸ Balassone *et al.* (2018).

resterebbero le regole di bilancio come presidio contro eventuali comportamenti manifestamente opportunistici¹⁹.

Una capacità di bilancio centrale, se in grado di emettere debito per il cui servizio dovrebbero essere individuate adeguate entrate proprie, sarebbe anche molto utile nel caso di shock simmetrici particolarmente gravi e prolungati. In questi casi, il suo utilizzo 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, in quanto le decisioni dei singoli paesi non tengono conto degli effetti che esse possono avere sugli altri (*spillover*)²⁰.

Infine, una capacità di bilancio centrale potrebbe finanziare specifici programmi di investimento, al fine di garantire che alcuni “beni pubblici” europei siano forniti in modo efficiente e in quantità adeguata, ad esempio nell'ambito del digitale, dell'energia, dell'ambiente e della difesa. In altri termini, il bilancio comune potrebbe farsi carico – per quanto in modo parziale e in collaborazione con le politiche nazionali – non solo della funzione di stabilizzazione, ma anche di quella allocativa.

Nell'attesa che l'Unione si doti di una *fiscal capacity* permanente, con compiti sia anticiclici che strutturali (il che richiederebbe una modifica dei Trattati²¹), si potrebbe valutare l'istituzione di uno strumento di bilancio che, seguendo l'esempio di NGEU, sia pronto per essere attivato in caso di necessità (*NGEU-like contingent facility*)²². Uno strumento di questo tipo permetterebbe all'UE di intervenire in situazioni straordinarie, senza dover trovare ogni volta l'accordo unanime dei paesi membri. Gli interventi, sempre a carattere straordinario e temporaneo, potrebbero avere una duplice finalità. Da un lato, lo strumento si potrebbe configurare come una sorta di stabilizzatore “quasi automatico”, che si attiva solo a fronte di condizioni macroeconomiche, anche relative a un singolo

¹⁹ Balassone *et al.* (2016), Visco (2015), in particolare il capitolo 3, e Balassone e Visco (2018).

²⁰ Caprioli *et al.* (2020).

²¹ 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 (2016).

²² Su questa linea si veda, ad esempio Mack (2021). Cfr. anche per gli aspetti legali Maduro *et al.* (2021).

paese, particolarmente negative e stabilite ex ante²³, emettendo debito comune e distribuendo i proventi delle emissioni ai paesi membri sotto forma di sovvenzioni²⁴, ad esempio per finanziare schemi di sostegno al reddito dei lavoratori. Dall'altro, esso potrebbe finanziare, in situazioni eccezionali, investimenti di interesse comune europeo. La percorribilità di uno strumento di questo tipo dipenderà in maniera cruciale dal successo nell'attuazione dei piani nazionali di ripresa e resilienza nell'ambito di NGEU.

Il debito emesso dalla capacità di bilancio, oltre a contribuire alla stabilizzazione macroeconomica e a finanziare beni pubblici europei, allevierebbe l'attuale scarsità di safe asset sui mercati finanziari²⁵. Per raggiungere in modo rapido la quota di safe asset europeo richiesta dai mercati si potrebbe decidere di mettere in comune non solo una parte del debito futuro (con l'introduzione di una capacità comune) ma anche di quello accumulato dai paesi dell'area a seguito degli shock del passato²⁶ (come quello connesso con la pandemia). Indubbiamente, gli ostacoli politici (e legali) da superare per muovere in questa direzione sono molto rilevanti; anche in questo caso, riflettono il trade-off tra condivisione e riduzione dei rischi. Esistono però dal punto di vista tecnico soluzioni che riducono al minimo la possibilità di una redistribuzione sistematica tra paesi²⁷ e preservano l'incentivo alla disciplina di bilancio (ad esempio vincolando l'entità della mutualizzazione all'entità della riduzione del debito nazionale conseguita mediante consolidamento di bilancio).

I vincoli alle politiche nazionali e le caratteristiche di un bilancio comune andrebbero disegnati in modo congiunto, tenendo conto delle reciproche interdipendenze. Quanto più la capacità di bilancio comune è ampia tanto più sono accettabili regole semplici: nelle fasi congiunturali avverse, in presenza di vincoli rigidi a livello nazionale, il livello centrale può intervenire con misure discrezionali espansive²⁸.

²³ Sono noti i problemi connessi con i ritardi tipici della politica di bilancio, che possono rendere poco tempestivi e quindi poco efficaci gli interventi anticongiunturali; tuttavia è possibile utilizzare accorgimenti volti a ridurre questi ritardi. Cfr. Eichenbaum (2019), Blanchard e Summers (2020) e Boushey *et al.* (2019). Inoltre, la definizione ex ante dei limiti dell'intervento diminuirebbe i rischi di distorsioni dovute al processo politico. Infine, si ridurrebbe l'incertezza del settore privato, che saprebbe di poter contare sulla *facility* in caso di necessità. Naturalmente, se si accetta il principio di base, il passo successivo sarebbe quello di decidere i parametri dello strumento: la definizione del "trigger" (PIL o disoccupazione), i relativi livelli-soglia per la attivazione e la disattivazione dello schema, la destinazione dei trasferimenti europei (investimenti o trasferimenti alle famiglie). Questi punti tuttavia, sono di natura essenzialmente tecnica e, come già accennato, esiste un corpus crescente di letteratura a cui attingere.

²⁴ Alcuni contributi argomentano che potrebbero essere efficaci anche trasferimenti sotto forma di prestiti, una modalità simile a quella del programma SURE (Misch e Rey, 2022).

²⁵ In questo modo sarebbe inoltre più agevole per gli intermediari europei diversificare i propri portafogli di titoli sovrani (cfr. Lanotte *et al.*, 2016), 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.

²⁶ Cfr. Cioffi *et al.* (2019), Micossi (2021), Visco (2021), Weymuller *et al.* (2022).

²⁷ Cfr. Cioffi *et al.* (2019).

²⁸ Ad esempio negli Stati Uniti gli Stati sono soggetti a "semplici" vincoli di pareggio di bilancio in molti casi relativi alle operazioni correnti (quindi in linea di principio a regole pro-cicliche), ma in caso di recessioni interviene il governo centrale con misure espansive.

Dopo essermi soffermato su temi di carattere europeo, consentitemi di chiudere questa audizione sottolineando i compiti e le sfide per la politica di bilancio italiana. Sappiamo tutti che il nostro paese è chiamato nel medio periodo a uno sforzo di consolidamento che – oltre a compensare gli effetti sfavorevoli delle dinamiche demografiche e la normalizzazione dei tassi di interesse – consenta di ridurre in modo graduale ma continuo e consistente il peso del debito pubblico in rapporto al prodotto. Questo richiederà il conseguimento di un avanzo primario di dimensioni adeguate. Questo compito non deriva dai vincoli europei: sarebbe prioritario anche se questi ultimi non esistessero.

L'alto debito pubblico rende la nostra economia e il nostro sistema finanziario più vulnerabili, esponendoli alle turbolenze dei mercati e ai mutamenti di opinione degli investitori – anche a quelli non giustificati dai “fondamentali” economici del Paese. Come ricordato dal Governatore pochi giorni fa²⁹, sebbene la prudente azione di politica di bilancio intrapresa per quest'anno abbia contribuito a contenere lo spread dei titoli di Stato italiani, esso rimane inaccettabilmente elevato. Oltre a incidere negativamente sui conti dello stato, lo spread si traduce in un costo aggiuntivo e quindi in uno svantaggio concorrenziale, per tutte le imprese italiane che emettono debito sul mercato.

Qualsiasi strategia di riduzione dell'incidenza del debito deve però poter contare, oltre che sulla prudenza nelle scelte di bilancio, sulla capacità di aumentare il potenziale di crescita dell'economia. Tanto maggiore sarà il successo in questo campo, tanto minore sarà lo sforzo di riequilibrio dei conti richiesto. Continuare nell'impegno di ridurre il peso del debito pubblico, sfruttando a pieno le opportunità di crescita fornite dalle risorse e dalle riforme del Piano nazionale di ripresa e resilienza, può dare al Paese la credibilità necessaria per promuovere passi avanti sul fronte del completamento dell'architettura economica comune.

²⁹ Visco (2023).

Riferimenti bibliografici

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), 5-34.

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), 9-22.

Blanchard, O. e Summers, L. (2020), “Automatic stabilisers in a low-rate environment”, Policy Brief n. 20-2, Peterson Institute of International Economics.

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

Boushey, H., Nunn, R. e Shambaugh, J. (2019), “Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy”, *Brookings Report*.

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).

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*.

Cioffi, M., Rizza, P., Romanelli, M. e Tommasino, P. (2019), “Un fondo di ammortamento del debito dell’Area euro: cos’è, perché costruirlo, come progettarlo”, *Rivista di politica economica*, vol.1, 87-98.

Deutsche Bundesbank (2019), “European Stability and Growth Pact: individual reform options”, *Monthly Report*, April 2019.

Eichenbaum, M. (2019), “Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates”, *mimeo*.

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”.

Lanotte, M., Manzelli, G., Rinaldi, A., 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.

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*.

Maduro, M., Martin, P., Piris, J.C., Pisani-Ferry, J., Reichlin, L., Steinbach, A. e Weder di Mauro, B. (2021), “Revisiting the EU framework: Economic necessities and legal options”, CEPR policy insights, n. 114.

Micossi, S. (2021), “On the selling of sovereigns held by the ESCB to the ESM. A revised proposal”, CEPS Policy insights.

Misch, F. e Rey, M. (2022), “The case for a loan-based euro area stability fund”, ESM discussion paper, n. 20, Luxembourg.

Romanelli, M., Tommasino, P. e Vadalà, E. (2022), “The future of European fiscal governance: a comprehensive approach”, *Economia Italiana*, n. 2.

Thygesen, N., Szczurek, M., Bordignon, M., Debrun, X. e Beetsma, R. (2022), “Making the EU and national budgetary frameworks work together”, voxeu.org, 13 September.

Visco, I. (2015), “Perché i tempi stanno cambiando”, *Il Mulino* Bologna.

Visco, I. (2021), “Considerazioni finali”, *Relazione annuale 2020*, Banca d’Italia, Roma.

Visco, I. (2023), “Intervento del Governatore al 29° Congresso ASSIOM FOREX”, 4 febbraio, Roma.

Weymuller, C.H., Lorenzoni, G., Giavazzi, F., Guerrieri, V. e D’Amico, L. (2022), “Revising the European fiscal framework, part 2: Debt management”, [VoxEU.org](https://voxeu.org), 15 gennaio.