

# Il progetto dell'Uem: il tema dimenticato del coordinamento tra politica monetaria e fiscale

di Carmelo Petraglia, Francesco Purificato  
20 ottobre 2015

Esiste ormai un consenso quasi unanime sulle cause della crisi dell'Eurozona: si è trattato di una crisi da sudden stop, non di una crisi di debito pubblico. Nell'affrontarla, per<sup>2</sup>, le Istituzioni europee si sono mostrate di diverso avviso, facendo gravare i costi dell'aggiustamento sui paesi maggiormente esposti sui mercati finanziari attraverso politiche di consolidamento fiscale che hanno prodotto effetti recessivi più<sup>1</sup> intensi e prolungati del previsto e spinto l'Eurozona in recessione.

L'attuale fase di debole ripresa nell'Uem sta trovando sostegno soprattutto nel QE della BCE, grazie agli effetti benefici del deprezzamento dell'euro sulla domanda estera. Le politiche fiscali nazionali hanno invece scarse possibilità di sostenere consumi e investimenti, mentre sono note le criticità del Piano Juncker per il rilancio degli investimenti pubblici. Ad oggi, dunque, non esistono le condizioni perché la politica di bilancio possa accompagnare adeguatamente la politica monetaria in chiave anticiclica.

Eppure, come ha sostenuto di recente Draghi, la politica di bilancio potrebbe svolgere «un ruolo più incisivo a fianco della politica monetaria» - anche nel rigido steccato dei Trattati - se l'autorità monetaria potesse fungere da «meccanismo di sostegno al finanziamento pubblico». Questo è stato possibile in Giappone e negli Stati Uniti, dove è presente un mercato comune delle obbligazioni sovrane. Nell'Uem ne esiste invece uno per Stato membro e quando la BCE decide di operare su questi mercati per perseguire i propri obiettivi statutari - come nel caso del QE - può farlo solo attraverso meccanismi caratterizzati da un regime di scarsa condivisione del rischio per scongiurare forme indebite di finanziamento del disavanzo di singoli Stati. Al varo del QE si è arrivati con ritardo e dopo lunghe trattative nell'Eurosistema. L'efficacia della politica monetaria dipende, per<sup>2</sup>, anche dalla rapidità con cui viene decisa ed adottata, e l'assenza di un mercato comune delle obbligazioni sovrane ha pregiudicato entrambi gli aspetti, impedendo così un efficiente coordinamento tra la politica monetaria e la politica fiscale.

Il Green paper della

Commissione europea in tema di Stability

bonds del 2011 confrontava le

diverse opzioni di emissione comune di debito sulla base del loro grado di condivisione del rischio e delle decisioni di bilancio. Le varie opzioni aderivano comunque al principio generale per cui alla sostituzione (totale o parziale) delle emissioni dei singoli Stati membri con l'emissione degli Stability bonds deve necessariamente corrispondere una riduzione (più o meno drastica) dei gradi di libertà delle politiche nazionali di bilancio. Inoltre, veniva enfatizzato come l'emissione degli Stability bonds con garanzia congiunta dei paesi dell'Unione avrebbe necessariamente comportato una modifica dei Trattati.

Nel giugno del 2012, nella relazione Verso

un'autentica unione economica e monetaria, i presidenti delle cinque Istituzioni europee programmano di intraprendere nel medio termine un percorso verso «l'emissione comune di debito», nell'ambito di «un quadro solido per la disciplina di bilancio e la competitività». Sebbene con molte cautele nei tempi e nei modi, si trattava di un'apertura significativa verso la creazione di un mercato comune delle obbligazioni sovrane, in continuità con l'analisi contenuta nel Green paper.

Tuttavia, come risultato degli attuali equilibri politici, nella nuova versione della relazione, Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa, resa nota nel 2015, si propone di istituire una funzione di stabilizzazione di bilancio nell'Eurozona, limitandola al caso estremo di crisi molto gravi, a causa delle quali gli stabilizzatori di bilancio nazionali potrebbero rivelarsi insufficienti. I principi guida della funzione ricalcano quanto predisposto durante la crisi per i paesi in difficoltà: il supporto finanziario sarebbe concesso sotto forma di prestiti condizionati all'adozione di misure concordate con le Istituzioni europee. Scompare, così, ogni riferimento all'emissione comune di debito, lasciando la forte e incisiva condivisione delle decisioni di bilancio orfana della condivisione dei rischi e della creazione di un mercato comune delle obbligazioni sovrane. Sostanzialmente, viene elusa la questione sollevata da Draghi richiamata in precedenza, rinunciando nei fatti a rendere efficiente il processo di coordinamento delle politiche.

A nostro avviso, nonostante i forti contrasti tra diversi interessi nazionali, si potrebbero compiere importanti passi in avanti verso la direzione indicata da Draghi. Una proposta da valutare potrebbe essere l'istituzione di un'Agenzia europea per l'emissione comune del debito, ruolo che potrebbe svolgere l'attuale Meccanismo Europeo di Stabilità. L'Agenzia dovrebbe emettere obbligazioni sovrane con garanzia congiunta per finanziare i disavanzi di bilancio degli Stati membri in regola con le raccomandazioni della Commissione. La presenza di una garanzia congiunta implicherebbe una piena condivisione dei rischi tra gli Stati membri, sebbene in prima istanza gli oneri dovrebbero essere ripartiti tra i singoli paesi in ragione della loro quota sul totale delle emissioni. Un meccanismo di questo tipo comporterebbe notevoli benefici. In primo luogo, nell'architettura istituzionale corrente dell'Uem, l'Agenzia potrebbe svolgere un'importante funzione anticiclica a sostegno della domanda interna dell'Unione. In secondo luogo, gli Stati membri sarebbero incentivati ad adottare le politiche fiscali responsabili auspiccate dalle Istituzioni europee. Infine, i paesi colpiti dagli effetti recessivi intensi del consolidamento di bilancio potrebbero essere compensati dei costi di breve periodo dell'austerità con un contestuale finanziamento di piani di investimento pubblici concordati con la Commissione e finanziati dall'emissione di debito comune.

Considerando gli attuali equilibri politici dell'Unione, questa proposta possiede due modalità di implementazione che la rendono prudente e realizzabile rispetto alle ipotesi contenute nel Green paper: la gradualità e la condizionalità. L'intervento riguarderebbe esclusivamente il finanziamento dei disavanzi di bilancio, senza necessariamente estendersi al debito in scadenza (gradualità); potrebbero accedere al meccanismo soltanto gli Stati membri in regola con le raccomandazioni della Commissione (condizionalità). Inoltre, l'azione dell'Agenzia, sotto le condizioni delineate in precedenza, e diversamente dal meccanismo di erogazione di prestiti condizionati, contribuirebbe a promuovere un dialogo paritario tra Istituzioni europee e Stati membri, migliorando in tal modo il livello di fiducia tra le parti.

In questo contesto, il rischio di moral hazard potrebbe essere gestito in modo efficace di quanto fatto finora. Difatti, l'emissione comune di debito raggiungerebbe dimensioni rilevanti solo in tempi lunghi. Nel frattempo, l'adozione da parte degli Stati membri di politiche in linea con le raccomandazioni della Commissione favorirebbe la convergenza delle economie nazionali verso gli standard comuni di finanza pubblica e competitività, costantemente richiamati nei documenti ufficiali citati in precedenza. Certo, l'eventualità che uno Stato membro decida di non

onorare gli oneri connessi all'emissione comune di debito potrà sempre verificarsi, ma questa circostanza non sarebbe molto dissimile da quanto già accaduto di recente con la Grecia in relazione ai programmi di sostegno finanziario. Con una differenza di non poco conto: la presenza di un mercato comune delle obbligazioni sovrane consentirebbe alla BCE di poter esercitare qualche forma di sostegno al finanziamento pubblico degli Stati adempienti, privando al tempo stesso di credibilità eventuali minacce di uscita dall'Unione di quelli inadempienti.

In conclusione,

la proposta delineata potrebbe rappresentare un primo passo concreto verso la creazione di una forma di unione fiscale più avanzata di quella presente nell'agenda corrente delle Istituzioni europee, con l'obiettivo di medio termine di arrivare ad un mercato comune delle obbligazioni sovrane.