

L'Euro e la Politica Fiscale dell'Unione

Giorgio Ricchiuti
www.grarchive.net



Corso di Politica Economica



Il riferimento teorico è la teoria delle Aree Valutarie Ottimali (AVO). Requisiti di un'AVO (anni '60):

- ▶ Mobilità dei fattori produttivi
- ▶ Flessibilità di prezzi e salari
- ▶ Integrazione dei mercati finanziari
- ▶ Simili tassi d'inflazione
- ▶ Integrazione fiscale (e politica)

Quanti di questi requisiti sono soddisfatti nell'Eurozona?

L'approccio costi/benefici (anni '70):

- ▶ Riduzione dei costi di transazione e del rischio di cambio
- ▶ Perdita della politica monetaria e della svalutazione

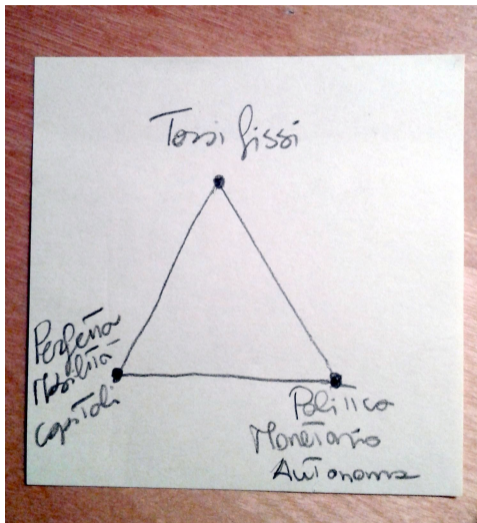
La *New Theory* (anni '80): credibilità anti-inflazionistica come beneficio della moneta unica

Lo SME (1979):

- ▶ Eccessiva volatilità anni '70: tassi fissi e bande di oscillazione
- ▶ 1979–1987: riallineamenti e ricerca di simmetria
- ▶ 1987–1992: assenza di riallineamenti: asimmetrie e rivalutazione del marco

Lo SME mostra i limiti dei cambi fissi: instabilità e asimmetrie → spinta verso la moneta unica

Anche per mantenere l'autonomia della politica monetaria con perfetta mobilità dei capitali, alcuni paesi europei decidono di adottare un'unica moneta gestita da un'unica Banca Centrale



Con perfetta mobilità dei capitali, non è possibile avere insieme cambi fissi e politica monetaria



L'Euro non nasce solo per efficienza economica, ma come progetto politico di integrazione



Il Trattato di Maastricht:

- ▶ Tassi d'inflazione non oltre 1.5 punti percentuali superiori a quello dei tre Stati membri con migliori risultati
- ▶ Deficit non oltre il 3% del PIL
- ▶ Debito non oltre il 60% del PIL
- ▶ Tassi di interesse nominali a lungo termine non oltre 2 punti percentuali superiori a quello dei tre Stati membri con migliori risultati

Regole semplici, ma in larga parte arbitrarie: disciplina senza integrazione fiscale

Perché proprio 3% e 60%?

- ▶ Il limite del 3% nasce in Francia negli anni '80 come regola pratica, non teorica
- ▶ Il 60% riflette approssimativamente il livello medio del debito nei paesi europei all'inizio degli anni '90
- ▶ Relazione implicita:

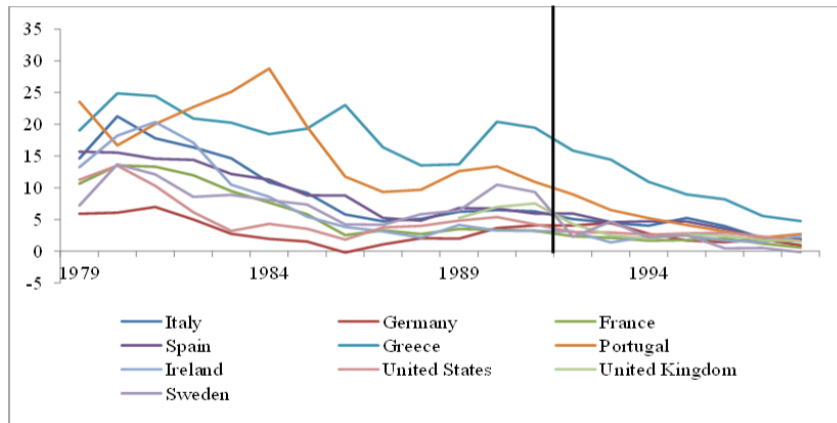
$$\frac{D}{Y} = \frac{\text{deficit}}{g}$$

con crescita nominale $\sim 5\% \Rightarrow$ deficit 3% compatibile con debito 60%

- ▶ Ma:
 - ▶ crescita e tassi non sono costanti
 - ▶ forte eterogeneità tra paesi

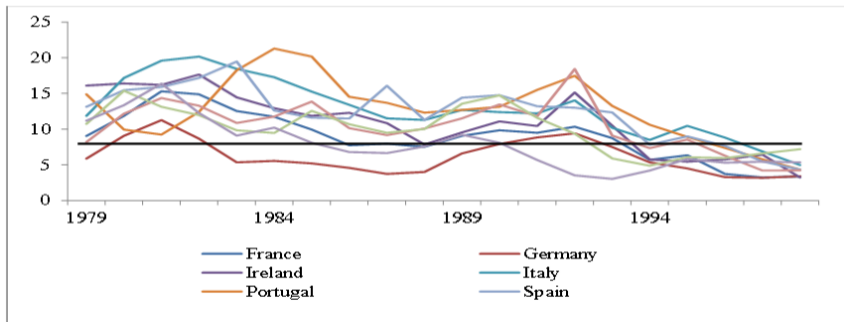
Parametri più politici che economici

Inflation, consumer prices (annual %)



Source: WDI

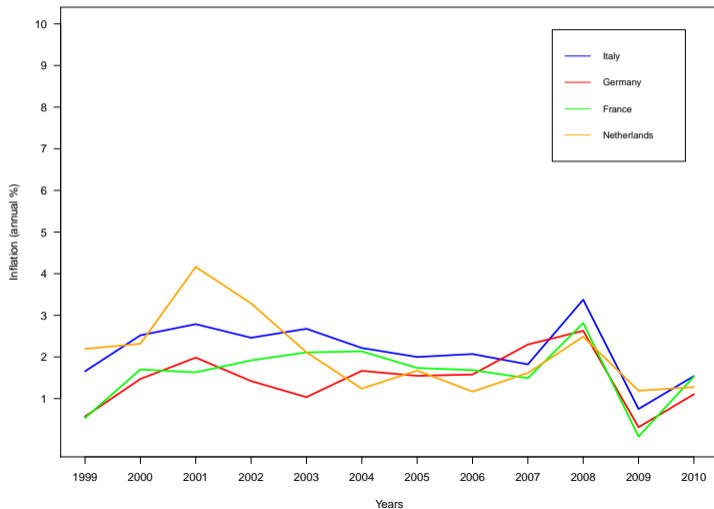
Interest Rates, Money Market Rate (Percent per Annum)

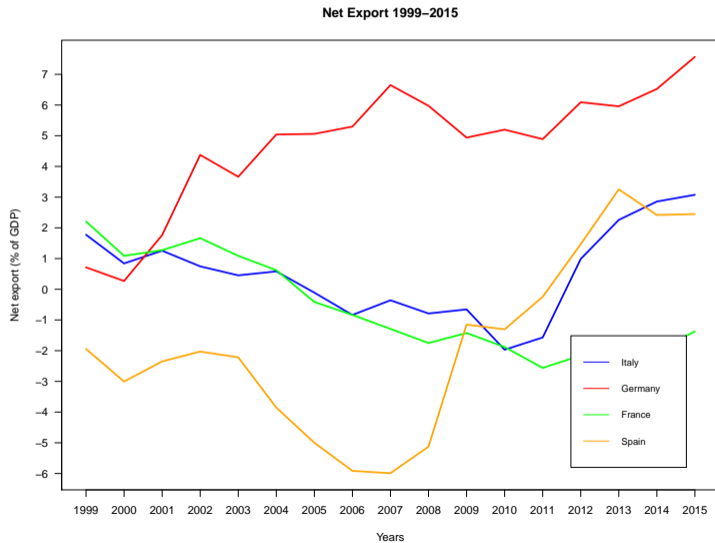


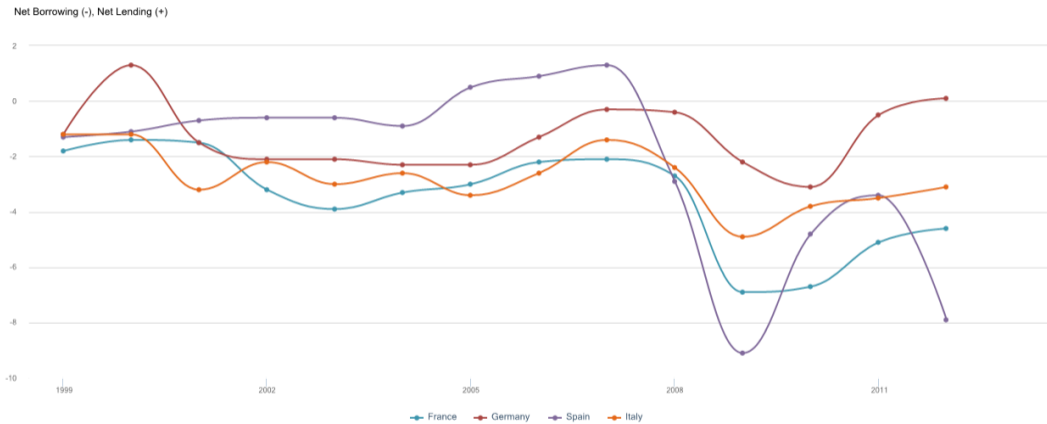
Source: IFS

Note: the money market rate is used as a proxy of the nominal interest rate. The black line represents the average money market value.

Inflation 1999-2010

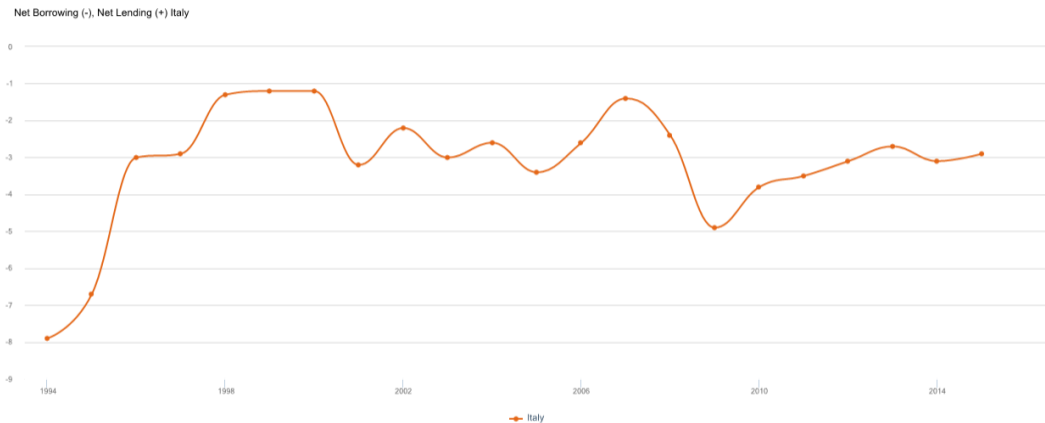






Series : Net lending (+) / net borrowing (-) (% of GDP)
Source: World Development Indicators
Created on: 05/14/2017





Series : Net lending (+) / net borrowing (-) (% of GDP)

Source: World Development Indicators

Created on: 05/14/2017

Il problema strutturale dell'Euro

Unione monetaria senza piena integrazione

- ▶ Differenze linguistiche e istituzionali
- ▶ Mercati del lavoro poco integrati
- ▶ Bassa mobilità del lavoro

Il "peccato originale":

- ▶ Assenza di un'autorità fiscale centrale
- ▶ Nessun meccanismo di redistribuzione tra paesi
- ▶ Regole al posto di istituzioni

Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

- ▶ Introdotto nel 1997 per garantire disciplina fiscale nell'Unione Monetaria
- ▶ Sostituisce una politica fiscale comune che non esiste
- ▶ Strumenti:
 - ▶ Deficit $\leq 3\%$ del PIL
 - ▶ Debito $\leq 60\%$ del PIL

Regole comuni in assenza di uno Stato comune

I limiti del PSC

Critiche principali:

- ▶ Prociclicità: non tiene conto del ciclo economico
- ▶ Enforcement debole: le regole non vengono applicate (Francia e Germania, 2003)

Riforma 2005:

- ▶ Introduzione degli obiettivi di medio termine (OMT)
- ▶ Maggiore flessibilità

Tentativo di correggere regole troppo rigide, senza cambiarne la logica

Unfortunately....a World Crisis



Shock globale che mette alla prova l'architettura dell'Euro



Series : GDP growth (annual %)
Source: World Development Indicators
Created on: 05/14/2017

Forte crescita globale e apparente stabilità prima del 2008

Le origini della crisi

- ▶ 1971: crollo di Bretton Woods, si apre un periodo di mobilità dei capitali e di instabilità sui mercati dei cambi
- ▶ 1986: Liberalizzazione del sistema finanziario britannico;
- ▶ 1994: Banking and Branching Efficiency Act americano, vengono eliminate restrizioni alle attività bancarie da uno Stato all'altro;
- ▶ 1999: abolizione del Glass-Steagall Act del 1933 che aveva separato attività bancarie commerciali da quelle di investimento;
- ▶ Emergere del Washington Consensus: i principali organismi internazionali (per es. FMI e Banca Mondiale) spingono all'apertura del conto di capitale;

Squilibri globali prima della crisi

- ▶ Politiche monetarie espansive nelle economie avanzate
- ▶ Surplus dei paesi emergenti e accumulo di riserve

Eccesso di liquidità e innovazioni finanziarie alimentano dinamiche speculative

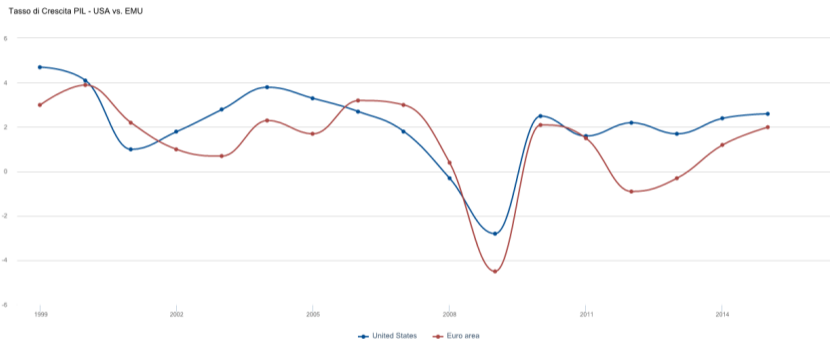
Condizioni globali favorevoli alla crisi

Squilibri nell'Eurozona

- ▶ Divergenze di competitività tra paesi (centro vs periferia)
- ▶ Squilibri delle partite correnti (surplus vs deficit)
- ▶ Accumulazione di debito privato e pubblico

L'unione monetaria non corregge gli squilibri, li amplifica

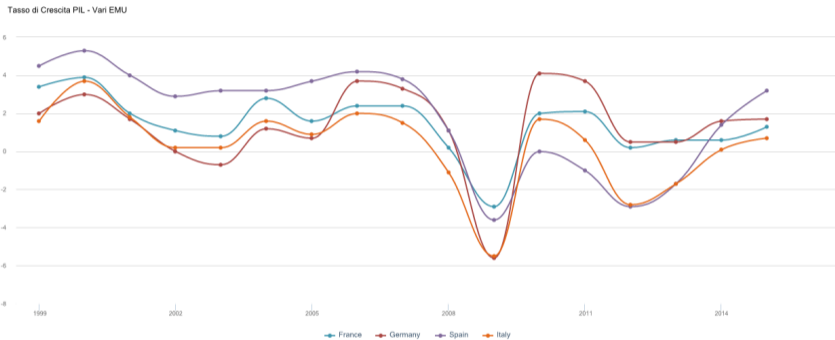
Da crisi globale a crisi europea



Series : GDP growth (annual %)
Source : World Development Indicators
Created on : 05/14/2017

Stesso shock globale, effetti diversi: l'Eurozona entra in una crisi più profonda e persistente





Series : GDP growth (annual %)
Source: World Development Indicators
Created on: 05/14/2017

Perché la crisi diventa europea?

- ▶ Assenza di politica fiscale comune
- ▶ Impossibilità di aggiustamento tramite il cambio
- ▶ Regole fiscali rigide (PSC)

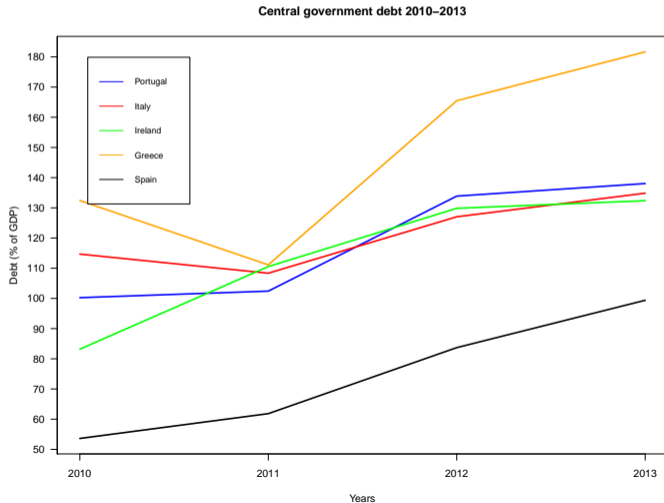
Uno shock simmetrico si trasforma in crisi asimmetrica

La crisi dell'Eurozona

- ▶ La crisi greca rende esplicita la fragilità dell'Unione Monetaria
- ▶ Rischio default nei paesi periferici (PIGS)
- ▶ Il problema diventa sistemico: debito, crescita e architettura istituzionale

Una crisi che mette in discussione il disegno dell'Euro

Debito pubblico durante la crisi



Austerità Espansiva:

- ▶ la riduzione della spesa cambia le aspettative degli operatori, riducendo inflazione e interessi nominali. In tal modo si riduce il Debito e si aumentano investimenti e consumi;
- ▶ la riduzione della spesa pubblica collegata alla riduzione dell'occupazione nel settore pubblico, porta all'aumento l'offerta di lavoro e quindi alla riduzione dei salari, inducendo un aumento della competitività e dei profitti
- ▶ Moltiplicatori fiscali: l'austerità espansiva assume che siano minori dell'unità. Tuttavia le stime mostrano che i moltiplicatori cambiano nel tempo. Blanchard e Leigh (2013) mostrano che i previsori, usando dati pre-crisi, hanno assunto moltiplicatori intorno allo 0,5 mentre quelli durante la crisi sono stati superiori all'1.





Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)

- ▶ Creato nel 2012 per fornire assistenza finanziaria ai paesi in crisi
- ▶ Concede prestiti a condizioni (riforme e aggiustamento fiscale)
- ▶ Decisioni intergovernative (non è una vera istituzione federale)

Strumento di gestione delle crisi, non di prevenzione

MES

- ▶ Il Meccanismo Europeo di Stabilità (EMS) è un'organizzazione intergovernativa degli Stati che condividono l'euro come moneta. formalmente non è un'istituzione dell'UE;
- ▶ Creato nel settembre del 2012 per superamento di altri due fondi creati in precedenza allo stesso scopo (EFSF ed EFSM);
- ▶ Ogni paese è rappresentato nel consiglio, il più alto organo decisionale del MES, dal suo ministro delle finanze. Le decisioni più importanti del consiglio richiedono un accordo unanime, comprese le decisioni di prestare fondi a un membro del MES;
- ▶ Il fondo emette prestiti, concessi a tassi fissi o variabili a fronte di un programma di riforme concordato, garantisce linee di credito precauzionali;

MES

- ▶ Il MES può concedere un prestito nell'ambito di un programma di aggiustamento macroeconomico, come quello già utilizzato da Cipro e Grecia. Irlanda, Grecia e Portogallo hanno utilizzato programmi simili erogati dall'EFSSF.
- ▶ L'unico altro strumento utilizzato è stato un prestito ESM per ricapitalizzare le banche fornito alla Spagna. Consulta il toolkit ESM completo di seguito.
- ▶ Il MES gestisce anche un proprio capitale di 80,5 miliardi di euro, versato dai paesi della zona euro. Non può essere utilizzato per concedere prestiti. Il capitale versato funge da garanzia per le obbligazioni emesse dall'ESM;
- ▶ Grazie a queste garanzie, l'ESM ha un forte rating creditizio e può raccogliere denaro a tassi molto favorevoli. Questi bassi costi di finanziamento vengono trasferiti ai paesi del nostro programma. Di conseguenza, i paesi partecipanti al programma realizzano sostanziali risparmi di bilancio;

Riforma MES

1. Per avere una linea di credito, infatti, sarà sufficiente una lettera di intenti, ma solo per quegli stati che rispettano i parametri di Maastricht (10 stati su 19 membri dell'eurozona, Italia compresa, non potranno quindi utilizzare a loro vantaggio questa misura);
2. "Backstop? per il Fondo di risoluzione unico, un fondo finanziato dalle banche europee che serve ad aiutare istituti finanziari in difficoltà. Con l'introduzione del backstop? il MES potrà finanziare il Fondo di risoluzione fino a 55 miliardi; le banche? soprattutto quelle della periferia d'Europa ma non solo? diventeranno così più sicure.
3. Di fatto la riforma cerca di rendere più facile ristrutturare? il debito pubblico di un paese che chiede aiuto al MES. I privati che hanno prestato soldi agli stati in crisi dovranno perdere una parte del loro investimento nel momento in cui scatterà un pacchetto di aiuti.

La riforma del MES

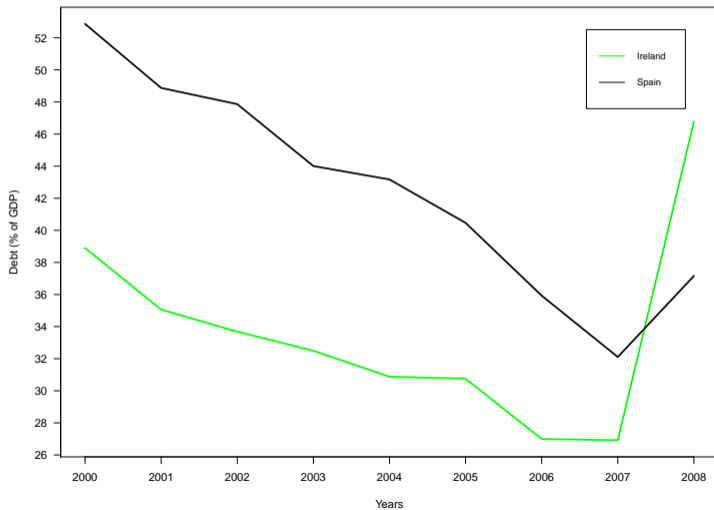
- ▶ Riforma negoziata nel 2019–2020 e firmata nel 2021
- ▶ Obiettivo: rafforzare il ruolo del MES nella gestione delle crisi (es. backstop al sistema bancario)
- ▶ Entrata in vigore subordinata alla ratifica di tutti gli Stati membri
- ▶ Processo bloccato per anni dalla mancata ratifica di alcuni paesi (in particolare l'Italia)

Le riforme dell'Eurozona richiedono consenso unanime: lente, controverse e spesso incomplete

È una crisi del Debito?

$$\frac{\textit{Debito}}{\textit{PIL}}$$

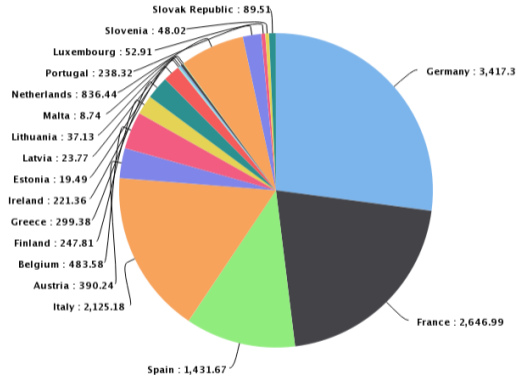
Central government debt 2000–2008





Quota PIL vari paesi EMU

Data are in billions



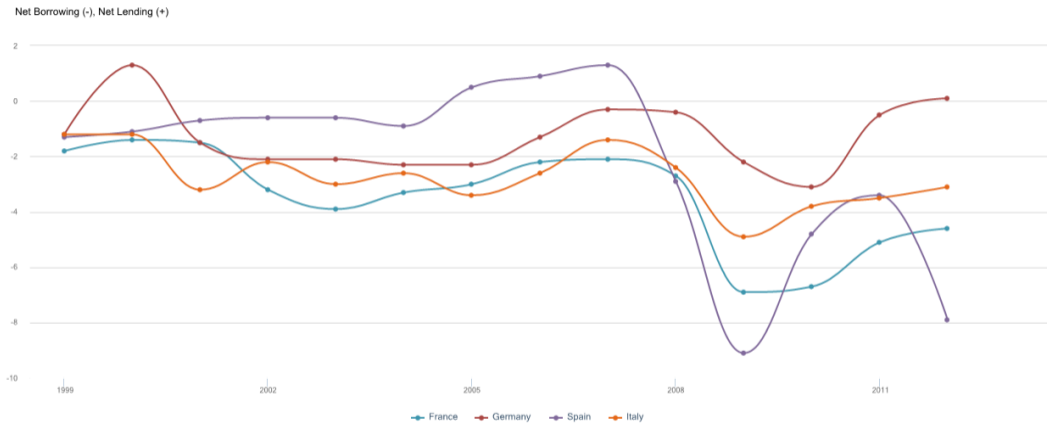
Series : GDP (constant 2010 US\$),Time : 2010

Source : World Development Indicators

Created on: 05/13/2017

Net Export 1999–2015





Series : Net lending (+) / net borrowing (-) (% of GDP)

Source: World Development Indicators

Created on: 05/14/2017

Six Pack (2011)

- ▶ Rafforza la sorveglianza fiscale e macroeconomica
- ▶ Introduce monitoraggio degli squilibri macroeconomici
- ▶ Rafforza le sanzioni e il controllo sui bilanci nazionali

Più regole e più controllo, senza unione fiscale

Six Pack

- ▶ Viene approvato nel 2011
- ▶ Obiettivo: individuare strumenti per affrontare gli squilibri macroeconomici e spingere i paesi ad effettuare correzioni di bilancio
- ▶ Strumenti:
 1. Attività di monitoraggio legata al semestre europeo
 2. Indicazione di un livello standard della spesa pubblica, legato agli OMT
 3. Valutazione anche dei bilanci dei paesi virtuosi
 4. Raccomandazioni preventive
 5. Procedura aperta anche solo per debito eccessivo
 6. Sanzioni di tipo finanziario fino allo 0,5% del PIL
- ▶ Critiche: non tiene conto di esternalità su altri Paesi

Fiscal Compact (2012)

- ▶ Introduce il principio del pareggio di bilancio
- ▶ Rafforza la disciplina fiscale e la riduzione del debito
- ▶ Regole più stringenti per i paesi ad alto debito

Ulteriore irrigidimento delle regole fiscali

Fiscal Compact

- ▶ Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione Economica e Monetaria (TSCG) è stato approvato nel 2012
- ▶ Obiettivo: rendere omogeneo l'approccio nazionale alla disciplina di bilancio
- ▶ Strumenti:
 1. pareggio di bilancio;
 2. rafforzamento della procedura di eccesso di disavanzo;
 3. riduzione del debito pubblico: il patto prevede, per i paesi che abbiano un debito superiore al 60% del PIL, l'obbligo di adottare misure necessarie per la riduzione del rapporto ad un tasso medio di un ventesimo all'anno;
 4. emissione di debito pubblico: gli Stati devono comunicare preventivamente i piani di emissione di debito;

Two Pack (2013)

- ▶ Rafforza il controllo sui bilanci nazionali
- ▶ Maggiore coordinamento ex-ante delle politiche fiscali
- ▶ Introduce elementi di flessibilità (deficit strutturale)

Più coordinamento, ma sempre basato su regole

- ▶ Critiche: comporta un ulteriore irrigidimento delle regole fiscali
- ▶ Nel 2013 viene adottato il Two Packs per rafforzare il TSCG per migliorare l'attività di monitoraggio, valutazione e sorveglianza
- ▶ Nel 2015 si introduce la possibilità di un allentamento fiscale, con la possibilità di guardare al deficit strutturale

La sospensione del PSC

- ▶ Dal 2020 il Patto di Stabilità viene sospeso (clausola di salvaguardia)
- ▶ Politiche fiscali espansive per fronteggiare la crisi

Le regole vengono sospese quando diventano incompatibili con la stabilizzazione

La riforma del Patto di Stabilità

- ▶ Maggiore flessibilità rispetto alle regole originarie
- ▶ Percorsi di aggiustamento differenziati per paese
- ▶ Maggiore enfasi sulla sostenibilità del debito nel medio periodo

Dalle regole rigide a un approccio più discrezionale

Il Patto di Stabilità dopo il Covid

- ▶ 2020–2023: attivazione della clausola di salvaguardia generale → sospensione delle regole fiscali
- ▶ 2024: riforma del quadro di governance economica dell'UE
- ▶ Introduzione di piani fiscali di medio periodo specifici per paese (4–7 anni)
- ▶ Maggiore enfasi sulla sostenibilità del debito nel medio termine
- ▶ Ruolo più centrale della Commissione nella valutazione dei percorsi fiscali

Dalle regole uniformi a un approccio più flessibile e differenziato

La governance fiscale dopo il 2024

- ▶ Regole più flessibili e piani nazionali differenziati
- ▶ Maggiore discrezionalità nella valutazione dei conti pubblici
- ▶ Persistente tensione tra disciplina e flessibilità

Un sistema meno rigido, ma più politico e meno automatico

Evoluzione del Patto di Stabilità

- ▶ 1997: regole semplici e rigide (3%, 60%)
- ▶ 2005: introduzione di maggiore flessibilità (OMT, deficit strutturale)
- ▶ 2011–2013: rafforzamento della disciplina (Six Pack, Fiscal Compact)
- ▶ Post-2020: sospensione e riforma verso maggiore discrezionalità

Dalle regole rigide a un sistema più complesso e flessibile

L'Euro: un progetto incompleto

- ▶ Unione monetaria senza unione fiscale
- ▶ Regole al posto di istituzioni
- ▶ Tensione tra disciplina e stabilizzazione

L'Euro è un progetto politico: l'economia ne rivela i limiti