



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN SCIENZE DELL'ECONOMIA E
DELLA GESTIONE AZIENDALE

PROVA FINALE

"L'Eurobond e la convergenza fiscale nell'Unione Europea."

RELATORE:

PROF. GRECO LUCIANO GIOVANNI

LAUREANDO: DALLA PALMA SAMUELE

MATRICOLA N. 1160833

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

INDICE

1. INTRODUZIONE
2. EUROBOND: RASSEGNA DELLE PROPOSTE PRINCIPALI
 1. Introduzione
 2. I primi accenni
 - 2.2.1 Unionbonds
 - 2.2.2 Boonstra
 - 2.2.3 De Grauwe e Moesen
 3. Blue Bond – Red Bond
 4. Juncker e Tremonti
 5. EuroUnionbonds
 6. Eurobills
3. VALUTAZIONE DEGLI ELEMENTI COMUNI
 1. Introduzione
 2. L'effetto della liquidità
 3. La clausola di non-salvataggio
 4. Stabilità finanziaria e rischio di contagio
4. L'UNIONE FISCALE EUROPEA
 1. Introduzione
 2. Cos'è un'unione fiscale
 3. Misure da attuare
 4. Mutualizzazione del debito e politiche fiscali
5. NEXT GENERATION EU: STEP VERSO L'EUROBOND?
6. CONCLUSIONE
7. BIBLIOGRAFIA
8. SITOGRAFIA

1. INTRODUZIONE

L'Unione Europea ha affrontato, sta affrontando e affronterà crisi che ne mineranno la stabilità e la metteranno di fronte ai problemi che la affliggono, presenti fin dalla sua creazione, e che devono assolutamente essere presi in considerazione dalle istituzioni europee e dai Paesi membri. La crisi finanziaria del 2007/08, la successiva crisi del debito sovrano europea del 2011 e l'attuale crisi economica causata dalla pandemia del virus Sars-Covid19 hanno evidenziato e reso visibile chiaramente come l'assetto europeo attuale sia da riformare per garantire stabilità e favorire lo sviluppo economico e sociale della comunità europea.

Molto si è discusso e proposto per risollevare l'Ue dallo stallo economico che quest'ultima sta vivendo dal 2011, con molti Paesi membri che oramai sembrano impantanati in conti pubblici zoppicanti gravati da una situazione debitoria difficilmente sostenibile nel lungo periodo, con costi sempre più esosi per il capitale preso a prestito. La politica monetaria della Banca Centrale Europea sembra stia raggiungendo i suoi limiti di efficacia, con i tassi di interesse che hanno raggiunto nel 2011 valori prossimi allo 0% e che si sono mantenuti relativamente bassi rispetto ai valori precisi per poi subire un nuovo abbassamento a causa della Pandemia che ha colpito duramente il nostro continente. Sicuramente le politiche fiscali sconsiderate attuate da molti Paesi (vedi Grecia ad esempio) prima che la crisi colpisse l'Eurozona hanno fatto esplodere più fragorosamente la recessione, e il rischio di contagio per un loro possibile default ha alimentato l'aumento dei tassi di interesse sui titoli di Stato nazionali facenti parte dell'Unione. Le problematiche fiscali, che fino a quel momento non erano state penalizzate significativamente dai mercati finanziari, sono diventate improvvisamente la causa che ha portato i tassi di interesse sui titoli di stato europei a divergere, penalizzando, forse in maniera eccessiva e ritardataria, molti Paesi ritenuti fiscalmente poco disciplinati. Ciò ha portato a riforme dei regolamenti europei riguardanti la vigilanza dei bilanci pubblici, portando ad un maggior controllo sulle spese pubbliche statali, che rimangono comunque a discrezione dei governi dei singoli Paesi. Molte sono le proposte effettuate nel corso degli anni per cercare di ridare vigore all'economia europea. Secondo molti studiosi, economisti e politici, un passo fondamentale nella direzione giusta riguarderebbe la creazione di debito comune, il famigerato Eurobond, tra i Paesi dell'Unione Economica e Monetaria e una politica fiscale accentrata. La mia tesi verterà attorno a questi argomenti, cercando di valutare se la mutualizzazione del debito possa apportare benefici diffusi nell'Eurozona e se non sia prematuro questo passo, data la mancanza di un potere fiscale centralizzato a livello europeo.

Nel primo capitolo riassumiamo le proposte di Eurobond effettuate nei loro aspetti fondamentali, evidenziando come la struttura sia l'elemento chiave per la loro accettazione da

parte dei Paesi membri dell'UEM. Nel corso degli ultimi 30 anni sono state teorizzate numerose proposte di Eurobond, discusse ma non implementate a causa della riluttanza di alcuni Paesi, quali ad esempio Germania e Olanda, timorosi di dover pagare i debiti altrui o di vedere sensibilmente aumentare il loro costo per interessi. In contrapposizione, la creazione di Eurobond viene sostenuta da un gran numero di Paesi, i quali ritengono questo strumento, esagerando probabilmente, panacea dei mali europei.

All'interno del secondo capitolo vediamo se le valutazioni effettuate nelle proposte sugli Eurobond trovano riscontro o cozzano con la realtà. Ci soffermiamo in particolare sugli effetti attesi della liquidità sui tassi di interesse dei titoli statali, la legittimità degli Eurobond con la clausola di non salvataggio e la presunta stabilità che tale strumento dovrebbe garantire all'Eurozona per evitare il rischio di contagio tra gli Stati membri.

Nel terzo capitolo colleghiamo l'Eurobond alla politica fiscale europea, parlando del futuro dell'Unione e della discussa Unione Fiscale che sembra essere il passo logico necessario per la creazione di debito comune. Discutiamo le misure di controllo e i vincoli attuali e di come le politiche fiscali siano un'arma necessaria da usare in concomitanza con la politica monetaria.

Infine, concludiamo con gli sviluppi attuali legati all'emergenza Covid-19 e le novità sull'argomento: il Recovery Fund, la sospensione dei vincoli europei e se ciò non sia un possibile passo nella direzione del debito comunitario.

2. L'EUROBOND: RASSEGNA DELLE PROPOSTE PRINCIPALI

2.1 Introduzione

Ancor prima della creazione della moneta unica in Europa, si parlava già della possibilità di creare l'Eurobond e di come quest'ultimo avrebbe apportato benefici diffusi all'interno dell'Unione. Ma cosa intendiamo per Eurobond? Per dare una risposta il più ampia e generica possibile possiamo affermare che esso consista nell'emissione congiunta di titoli di Stato garantiti da tutti i Paesi dell'Eurozona¹. Purtroppo, come già detto in precedenza, questa definizione risulta troppo generica poiché quando parliamo di Eurobond, parliamo di uno strumento che non esiste e che non ha una forma e una struttura delineata. Sono state effettuate numerose proposte per la creazione di Eurobond che si differenziano notevolmente le une dalle altre e che non ci permettono dunque di definire specificamente cosa si intende

¹ Definizione Treccani. Disponibile su <<http://www.treccani.it/enciclopedia/eurobond/>>

con il termine Eurobond. Per entrare più a fondo nell'argomento ora elencheremo le più importanti proposte effettuate e ne delineremo le caratteristiche differenziali.

2.2 I primi accenni

2.2.1 Unionbonds

Una prima proposta per l'emissione di debito comune europeo fu quella di Jacques Delors nel 1993. L'allora presidente della Commissione Europea propose ciò che denominò "Unionbonds" in un famoso articolo dal titolo "Growth, Employment and Competitiveness". Lo scopo ultimo pensato da Delors per questo strumento era quello di finanziare grandi progetti infrastrutturali a livello comunitario in campi strategici (energetico, trasporti, ...) per stimolare la crescita nel lungo periodo, il tutto usando come collaterale il budget dell'Unione Europea. Un altro assunto dell'ipotesi di Delors era che i fautori stessi (pubblici o privati) dei progetti infrastrutturali sarebbero stati i beneficiari dei ritorni economici. Conseguenzialmente, la responsabilità sugli interessi del capitale sarebbe ricaduta sui promotori dei progetti, mentre l'Unione Europea avrebbe ricoperto il ruolo di garante sulle obbligazioni emesse per la raccolta del capitale. La proposta di Delors risulta molto generica e lacunosa, non entrando nello specifico delle implicazioni legislative né analizzando i possibili vantaggi o svantaggi della sua impostazione. Ciononostante, questa proposta è stata ripresa più volte nelle discussioni del Parlamento Europeo, senza tuttavia mai essere implementata. Con Delors si è dato il via al dibattito sulla mutualizzazione del debito europeo che nel prosieguo degli anni è divenuto sempre più discusso all'interno dell'Eurozona.

2.2.2 Boonstra

L'economista Wim Boonstra ha teorizzato la fine dell'emissione di debito pubblico nazionale in favore della creazione di un debito pubblico europeo, con il divieto categorico per i singoli Paesi di emettere titoli di stato separati dai titoli comunitari. La responsabilità dell'emissione di questi nuovi titoli (Eurobonds) sarebbe affidata ad un nuovo organo creato appositamente, da lui denominato genericamente "fondo EMU", con i fondi raccolti da quest'ultimo che verrebbero prestati ai singoli Paesi ad un tasso di interesse maggiorato rispetto a quello degli Eurobonds. Tuttavia, tale premio per il rischio non sarebbe pagato da tutti gli Stati membri, ma solamente da coloro il cui deficit e il cui debito risultino peggiori rispetto ai valori medi di Germania e Francia. Boonstra nella sua proposta ha teorizzato un'equazione per calcolare il tasso di interesse che uno Stato verrebbe a pagare per i prestiti dell'"EMU fund". L'equazione è la seguente:

$$R(i) = a[O(i) - O(m)] + b[S(i) - S(m)],$$

dove $R(i)$ rappresenta il margine che lo Stato i deve pagare rispetto ai costi del fondo EMU, $O(i)$ è il rapporto del deficit dello Stato i , $O(m)$ indica la media del deficit tra Germania e Francia, $S(i)$ è il rapporto debito/PIL del Paese i , $S(m)$ è la media del rapporto debito/PIL tra Germania e Francia e infine a e b sono due coefficienti necessari per valutare il peso delle performance relative. Ovviamente, il risultato varia notevolmente a seconda dei valori attribuiti a questi due coefficienti, il cui valore dovrà essere stabilito ex ante. I tassi di interesse che si verrebbero a pagare così facendo risulterebbero minori rispetto a quelli richiesti normalmente dal mercato e non risentirebbero degli sbalzi eccessivi che accadono quando a decidere sono i mercati finanziari. I vantaggi della proposta sono notevoli: il costo medio per interessi diminuirebbe, i tassi di interesse rispecchierebbero la disciplina fiscale degli Stati e, infine, i Paesi sarebbero indotti ad adottare politiche fiscali interne più sostenibili senza lo scotto di pagare interessi troppo elevati come accaduto in passato. Perché questo sistema funzioni e porti benefici diffusi sono necessari numerosi accorgimenti e regole rigide. Innanzitutto, Boonstra afferma che agli Stati debba essere proibito finanziarsi sui mercati. Se ciò dovesse avvenire, il fondo sanzionerebbe lo Stato responsabile. Sulla stessa linea, uno Stato subirebbe pesanti sanzioni qualora quest'ultimo dichiarasse il default e non ripagasse i prestiti al fondo. Ulteriore assunto è la volontarietà dell'adesione al fondo. Per l'economista, la liquidità del fondo e i benefici derivanti dall'adesione sarebbero sufficienti ad attrarre gli Stati. Inoltre, la non adesione sarebbe interpretata negativamente dagli investitori, spingendo verso l'alto i tassi di interesse. Per indurre efficacemente i Paesi ad una politica fiscale disciplinata e sostenibile è di fondamentale importanza che rimanga in vigore la clausola di non-salvataggio prevista nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (art.125), onde evitare comportamenti di azzardo morale, un problema, quest'ultimo, che si trova tra le ragioni per cui molti Paesi europei sono contrari alla mutualizzazione del debito con Stati fiscalmente non disciplinati. Boonstra è entrato più nel dettaglio della formulazione teorica rispetto a Delors e la sua proposta può essere presa seriamente in considerazione nel caso si voglia procedere alla creazione del debito comune, tuttavia presenta delle criticità: in particolar modo i valori da attribuire ai parametri arbitrari devono essere discussi e decisi all'intero delle istituzioni europee e devono trovare il consenso dei Paesi membri.

[2.2.3 De Grauwe e Moesen](#)

Con l'avvento della crisi finanziaria del 2008 la discussione sugli Eurobond si è accesa, in particolar modo a partire dall'analisi effettuata nel 2009 da De Grauwe e Moesen. Se prima di allora la valutazione su una possibile emissione di debito comune era largamente ritenuta prematura e ingiustificata, l'articolo di De Grauwe e Moesen è divenuto spartiacque del

dibattito, proponendo come soluzione alla crisi europea la creazione di Eurobond e delineandone le caratteristiche necessarie, i limiti e preoccupazioni che aleggiavano sull'argomento. La loro proposta prevede l'emissione di titoli europei garantiti in comune dai Paesi dell'Eurozona. L'emissione di tali titoli potrebbe essere effettuata da un'istituzione europea (loro propongono la Banca Europea degli Investimenti) o in alternativa direttamente dai governi degli Stati membri. Gli Stati parteciperebbero all'emissione dei titoli in proporzione alla loro quota di partecipazione alla BEI e il tasso di interesse di questi nuovi titoli sarebbe il risultato della media ponderata (sempre sulla base della partecipazione alla BEI) dei tassi di interesse dei singoli Paesi. Il capitale raccolto da questi titoli sarebbe conseguentemente indirizzato ai governi nazionali sempre usando le stesse proporzioni. Infine, i Paesi pagherebbero il tasso di interesse attribuitogli in precedenza nel calcolo dell'interesse medio, sulla rispettiva parte del debito. Che vantaggi trarrebbero i diversi Paesi da questa impostazione? I Paesi fiscalmente disciplinati e con tassi di interesse bassi, come ad esempio Germania e Olanda, pagherebbero lo stesso tasso di interesse richiesto dal mercato e non vedrebbero così un aumento del costo sul capitale. In aggiunta, i tassi differenziati garantirebbero di evitare il pericolo di free-riding da parte dei Paesi con i tassi di interesse più elevati, come Grecia e Irlanda. Viene allora spontaneo domandarsi perché questi ultimi Paesi dovrebbero essere incentivati ad aderire a tale programma. La risposta che i due studiosi danno a tale quesito è semplicemente il fatto che tali Paesi avrebbero la possibilità di accedere ai finanziamenti più agevolmente di quanto facciano allo status quo. Lo schema proposto da De Grauwe e Moesen presenta due problemi principali che vengono evidenziati dagli stessi autori. Il primo riguarda come verrà suddivisa la responsabilità, che potrebbe essere suddivisa sempre in proporzione delle quote della BEI. Il secondo è la preoccupazione che il tasso di interesse sul debito comune sia maggiore rispetto alla media ponderata dei singoli tassi di interesse.

L'articolo di De Grauwe e Moesen, nonostante la sua importanza, presenta numerose lacune e risulta poco approfondito. I due studiosi non sono entrati nel merito dei Trattati europei e la congruità degli Eurobonds a questi ultimi (vedi clausola di non salvataggio). Altra carenza della loro proposta riguarda il pericolo di moral hazard e il sistema delle garanzie a sostegno del debito. Gli studi e le proposte successive, come vedremo, entreranno maggiormente nel dettaglio legislativo e nelle preoccupazioni diffuse tra gli Stati contrari all'Eurobond.

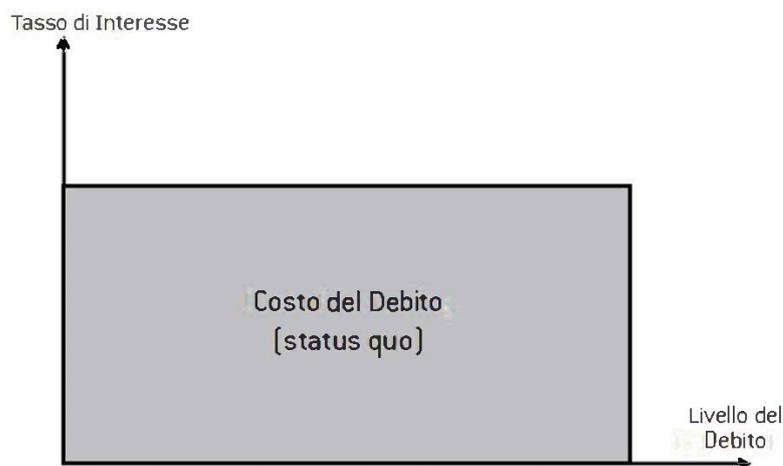
2.3 Blue Bond – Red bond

Gli economisti Jakob von Weizsäcker e Jacques Delpla, appartenenti all'organismo di analisi politico-economica denominato "Bruegel", hanno pubblicato nel maggio 2010 un articolo promuovendo la creazione di debito comune europeo, favorendo lo sviluppo dell'Euro come valuta di riserva e riducendo i tassi di interesse sul debito per i Paesi membri; formulando una delle proposte più dettagliate e complete sull'argomento. La loro proposta, dal nome "Blue Bond Proposal", prevede che i Paesi dell'Unione Economica e Monetaria dividano i rispettivi debiti pubblici in due tranches: una tranche "senior", che raggiunga un valore massimo del 60% del PIL, e una tranche "junior" (da loro denominata Red Bond), formata dall'eventuale parte eccedente del debito, la quale, tramite procedure prestabilite, in caso di default parziale, verrà colpita per prima lasciando così il debito comune colpito solo dall'eventuale parte del default non assorbita dalla tranche "junior". I governi degli Stati membri dovrebbero raggruppare le rispettive tranches "senior" creando così un debito comune europeo denominato "Blue Bond". Le conseguenze previste da questo modello sono molteplici. La prima e più logica consiste nell'abbassamento dei tassi di interesse sui titoli emessi in comune. Questo risultato deriva dall'effetto congiunto di più fattori. Il primo consiste nella definizione di tranche "senior" di tale debito, il quale, come detto in precedenza, sarebbe difficilmente soggetto a default dato il diritto di prelazione dei suoi detentori, rispetto ai detentori del debito "junior", sui Paesi che si trovano in difficoltà finanziarie. Il secondo fattore è l'effetto della liquidità sulle obbligazioni: a parità di altre variabili, maggiore è la liquidità, minori sono i tassi di interesse sul debito. La fusione dei debiti degli Stati membri creerebbe un mercato estremamente liquido e di dimensioni paragonabili a quello dei Bond del Tesoro americani, attirando così più facilmente grandi investitori istituzionali che in precedenza non avrebbero investito nei mercati poco liquidi dei singoli Paesi. Ulteriore effetto della liquidità sarebbe quello di diffondere maggiormente l'Euro come valuta di riserva a livello globale riducendo ulteriormente i tassi di interesse. Ultimo effetto determinante per l'abbassamento del tasso di interesse sul debito sarebbe il raggiungimento del rating tripla A grazie ad un elevato numero di garanzie congiunte da parte degli Stati firmatari, garanzie che ridurrebbero considerevolmente il rischio di credito delle obbligazioni.

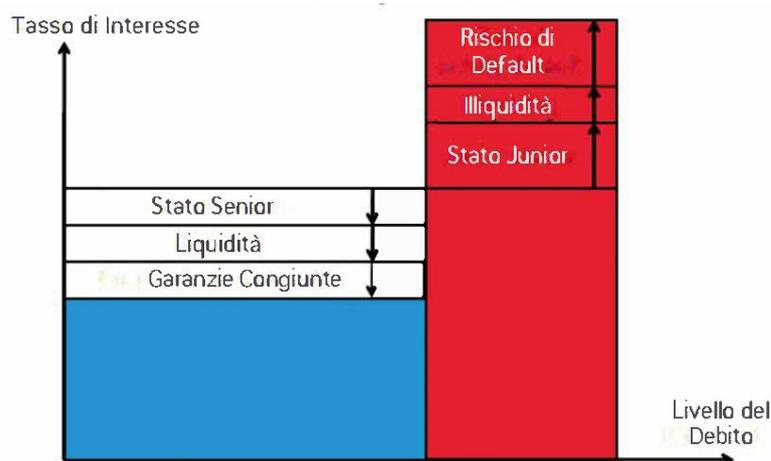
I tre fattori appena descritti avrebbero un effetto duplice, influenzando positivamente i tassi di interesse del Blue Bond e, al tempo stesso, negativamente i tassi di interesse del Red Bond dei singoli Stati. La definizione del Red Bond come debito "junior", debito quindi soggetto ad essere rimborsato solo secondariamente al Blue Bond in caso di default parziale dello Stato

interessato, ne causerebbe l'aumento dei rispettivi tassi di interesse come premio per il maggior rischio da sopportare per i suoi detentori. In concomitanza, la riduzione della liquidità del mercato dei Bond statali rispetto ai valori precedenti alla formazione del Blue Bond ne aumenterebbe il costo per interessi per il rischio liquidità. Infine, il default della tranche "junior" risulterebbe meno travolgente e dannoso, e questo non verrebbe visto positivamente dagli investitori finanziari, i quali, ritenendo così più probabile il ricorso al default da parte di un Paese poiché ritenuto quest'ultimo poco pericoloso, richiederebbero un maggiore tasso di interesse sul debito "junior".

Costo del prestito nella situazione attuale



Fattori chiave che influenzano il costo del capitale nella tranche senior (Blue) e nella tranche junior (Red)



Molte critiche e preoccupazioni sono state mosse nei confronti della proposta di emettere debito in comune all'interno dell'Unione Economica e Monetaria, in particolar modo dai cosiddetti Paesi "virtuosi". Due preoccupazioni che affliggono questi Stati sono il "rischio

morale” (moral hazard) e il problema del “free riding”. Il primo si riferisce alla possibilità di opportunismo post-contrattuale che questi Paesi addossano agli Stati più indebitati e con politiche fiscali ritenute poco efficaci e mal formulate; il secondo, invece, si riferisce al timore che un Paese benefici del debito comune senza impegnarsi per migliorare la propria condizione debitoria e senza portare alcun beneficio al gruppo dei Paesi partecipanti.

La proposta di Delpla e Weizsäcker avanza una soluzione per risolvere queste problematiche. Come primo strumento per indurre i Paesi a comportamenti più disciplinati dal punto di vista fiscale, i due economisti propongono di limitare la conversione del debito di ciascun Stato in Blue Bond in percentuali diverse a seguito di una valutazione della politica fiscale intrapresa dai governi statali. Di conseguenza, i Paesi la cui politica fiscale sia ritenuta credibile e nella giusta direzione potranno raggiungere la quota del 60% del PIL proposta, viceversa i Paesi valutati negativamente potranno ottenere una conversione inferiore in percentuale, se non addirittura non venire accettati all'interno del programma. Così facendo la tranche Red dei Paesi ritenuti poco “virtuosi” sarebbe più elevata con un conseguente aumento dei costi per interesse. Questo spingerebbe i Paesi ad attuare politiche fiscali più sostenibili e disciplinate.

Ulteriore problema che sorge quando si discute sulla praticabilità degli Eurobonds riguarda la loro compatibilità con i Trattati europei e in particolar modo con l'art.125 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), ossia la no-bailout clause. Quest'ultima vieta all'Unione o agli Stati membri di farsi carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali di un altro Paese membro. La mutualizzazione del debito con annesse garanzie congiunte sembrerebbe violare tale articolo e richiederebbe la modifica dei Trattati europei per la sua creazione. Nella proposta del Blue Bond i due ideatori aggirano tale problema affermando che le garanzie congiunte si riferiscono solo al 60% del rapporto debito/PIL dei Paesi, percentuale ritenuta sostenibile nell'accordo di Maastricht, e che quindi tali garanzie non andrebbero a coprire i debiti causati da politiche fiscali ritenute non sostenibili. Nonostante questo espediente, i due ritengono necessaria una modifica del Trattato.

Per quanto riguarda le modalità di emissione di tale debito comune, Delpla e Weizsäcker propongono la creazione di un Consiglio di Stabilità Indipendente (Independent Stability Council), il quale avrà la responsabilità di proporre annualmente un'allocazione per il BlueBond. Per poter entrare a far parte di questo schema, gli Stati devono convincere l'ISC che le loro politiche fiscali siano sostenibili e che possano quindi essere garantite dagli Stati partecipanti più virtuosi. Una volta convinto il Consiglio di Stabilità Indipendente

quest'ultimo girerà la proposta ai singoli parlamenti dei Paesi membri, i quali voteranno per l'approvazione o meno.

La proposta nel suo complesso porterebbe benefici diffusi all'interno dell'Unione. I Paesi più piccoli, come ad esempio l'Austria, beneficerebbero di un mercato più liquido rispetto al loro attuale mercato dei bond, abbassando sensibilmente il loro costo per interessi. I Paesi con una situazione debitoria pericolosa, come Grecia o Italia, dovrebbero applicare politiche fiscali più sostenibili, attuando quindi riforme strutturali nella giusta direzione per evitare di pagare troppi interessi sul debito "junior" o per poter entrare nello schema del Blue Bond. Infine, i Paesi più solidi e fiscalmente disciplinati con questo sistema potrebbero evitare di essere contagiati pesantemente in caso di default all'interno dell'Unione; inoltre la disciplina necessaria per entrare nello schema abbasserebbe il rischio di incorrere in tali situazioni di crisi debitoria. Questa proposta, molto dettagliata, cerca di risolvere le problematiche e i dubbi sollevati sull'argomento, e le considerazioni effettuate da Delpla e Weizsäcker risultano essere lineari e coerenti. I vantaggi elencati e la struttura predisposta sembrano rispondere efficacemente alle critiche mosse nei confronti degli Eurobond.

2.4 Juncker e Tremonti

Il 5 dicembre 2010 in un articolo sul Financial Times, Jean-Claude Juncker e Giulio Tremonti, all'epoca rispettivamente Primo Ministro (e Ministro del Tesoro) del Lussemburgo e Ministro dell'Economia italiano, hanno proposto l'emissione di Eurobonds con il fine ultimo di ristrutturare il debito dei Paesi dell'Unione Economica e Monetaria. In una situazione di forte stress per i Paesi europei, come quella che stavano vivendo nel periodo in cui è stato pubblicato l'articolo, i due economisti ritenevano che l'Unione dovesse dare un segnale forte ai mercati e ai cittadini europei riguardo l'irreversibilità dell'Unione Economica e Monetaria, tema fortemente dibattuto all'epoca e tutt'oggi. La loro proposta è quella di emettere "E-bonds" tramite un'Agenzia Europea del Debito (AED) creata appositamente per tale scopo. Tale agenzia emetterebbe gradualmente obbligazioni fino al raggiungimento del 40% del PIL dell'UEM. Il mercato che in tal modo si verrebbe a creare avrebbe una liquidità elevata di dimensione paragonabile al mercato obbligazionario americano e permetterebbe di entrare in competizione con quest'ultimo nel mercato dei titoli di debito. L'AED, successivamente all'emissione degli E-Bonds, dovrebbe acquisire i titoli di debito degli Stati membri (sia durante la loro emissione, sia sul mercato secondario), al fine di agire come loro creditore e sostituendo così il mercato stesso. L'Agenzia comprerebbe i titoli statali ad un prezzo maggiore rispetto ai prezzi di mercato poiché non richiederebbe un premio per il rischio per detenere i titoli fino a scadenza. Il sistema ideato da Juncker e Tremonti porterebbe

numerosi benefici all'Eurozona. Per prima cosa i Paesi membri beneficerebbero di un minor costo sul debito e tassi di interesse in diminuzione, togliendo i Paesi in difficoltà dalla pressione dei mercati finanziari e, parallelamente, diminuendo il rischio di contagio all'interno dell'Unione. Tutto ciò evitando il pericolo del moral hazard poiché qualsiasi aumento di debito sarebbe assorbito dai mercati, con il conseguente aumento dei tassi di interesse. In secondo luogo, la Banca Centrale Europea non avrebbe più l'onere di acquistare i titoli statali nel mercato secondario, come sta avvenendo ora, per evitare che tali obbligazioni non vengano acquistate causando consequenzialmente un ulteriore aumento dei tassi di interesse. Non soltanto le istituzioni pubbliche otterrebbero benefici da questa proposta. Gli investitori privati avrebbero la possibilità di convertire i propri titoli statali in Eurobonds e avrebbero la possibilità di utilizzare quest'ultimi come garanzia più solida. La proposta di Juncker e Tremonti avvenne a ridosso di un importante vertice europeo e divenne argomento di forte dibattito all'interno dell'Eurogruppo. Nonostante il supporto da parte di molti membri dell'Eurozona, tale proposta venne screditata dalla Germania, preoccupata di dover pagare tassi di interesse più elevati e ripianare, a sue spese, le politiche sconsiderate degli altri Stati.

2.5 EuroUnionbonds

Prendendo come basi gli Unionbonds di Delors e gli Eurobonds di Juncker e Tremonti, Romano Prodi e Alberto Quadrio Curzio hanno teorizzato una proposta da loro denominata "EuroUnionbonds" in un articolo pubblicato su "Il Sole 24 Ore", nell'Agosto del 2011, dal titolo "EuroUnionbonds, here is what must be done". L'obiettivo di tale proposta è quello di finanziare grandi investimenti comunitari e al tempo stesso ristrutturare parzialmente i debiti degli Stati dell'Eurozona.

Quadrio Curzio e Prodi propongono la creazione di un Fondo Finanziario Europeo (European Financial Fund) il quale divenga responsabile dell'emissione degli EuroUnionbonds. Il fondo avrebbe un capitale, valutato all'epoca, di mille miliardi di euro e sarebbe conferito dagli Stati membri in proporzione alla loro quota di partecipazione nel capitale della BCE. Il capitale sarebbe costituito da due elementi: verrebbero utilizzate le riserve auree dei singoli Paesi (circa 350 milioni di once) e in aggiunta si conferirebbero come asset le partecipazioni societarie (azioni/obbligazioni) detenute dagli Stati membri. Con tale suddivisione, l'Italia parteciperebbe al capitale per 180 miliardi di euro, la Germania per 270 miliardi e la Francia per 200 miliardi. Secondo i due ideatori, questi conferimenti dovrebbero eliminare la paura della Germania di pagare i debiti altrui. Con un tale capitale il Fondo potrebbe emettere EuroUnionbonds per un valore di tremila miliardi di euro con un tasso di interesse inizialmente fissato al 3% e successivamente fatto diventare variabile. I tremila miliardi di

euro sarebbero utilizzati per due fini: abbassare l'elevato rapporto debito/PIL europeo e finanziare grandi progetti infrastrutturali per aiutare e connettere le economie europee. I fondi sarebbero suddivisi nel seguente modo: 2300 miliardi di euro verrebbero spesi per comprare titoli di stato dei Paesi membri avvicinando il rapporto debito/PIL dell'Eurozona al 60%, situazione ottimale indicata dal Trattato di Maastricht; i restanti 700 miliardi verrebbero indirizzati ai progetti infrastrutturali, facendo diventare il Fondo azionista nei rispettivi settori di finanziamento. I settori indicati dai due studiosi come cruciali per migliorare le sinergie nell'Unione sono: il settore energetico, delle telecomunicazioni e quello dei trasporti.

I vantaggi che si verrebbero dunque a delineare sono sulla falsa riga dei vantaggi descritti nelle proposte precedenti: la creazione di un mercato estremamente liquido comparabile a quello dei Bond del Tesoro statunitensi e capace quindi di attrarre investitori altresì difficilmente raggiungibili come ad esempio la Cina, secondariamente, questo schema ridurrebbe la speculazione sui titoli di Stato dei singoli Paesi fungendo quindi da stabilizzatore di tale mercato. Fattore decisivo per la realizzazione e la riuscita del progetto riguarda la struttura e la gerarchia del FFE che secondo Prodi e Quadrio Curzio dovrebbe basarsi in parte sull'impostazione istituzionale del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). La proposta di Quadrio Curzio e Prodi ha acceso il dibattito in Italia ma non è mai stata supportata dalle sue istituzioni all'interno delle sedi europee, nonostante il largo consenso ricevuto all'interno del Paese.

2.6 Eurobills

Come ultima proposta, da me qui riportata sul dibattito degli Eurobonds, prendo in considerazione l'articolo pubblicato da Thomas Philippon e Christian Hellwig alla fine del 2011 sul sito VoxEu.org, dal titolo "Eurobills, not Eurobonds". Proposta che cerca di risolvere la crisi del debito europea da un punto di vista differente rispetto alle precedenti.

I due autori ritengono che la soluzione per evitare comportamenti di moral hazard e al tempo stesso aiutare l'Eurozona a stabilizzare la propria situazione finanziaria si possa ricercare in una proposta che stia nel mezzo tra la creazione di Eurobond e lo status quo. L'idea di Philippon e Hellwig è quella di emettere titoli in comune con scadenza breve, della durata massima di un anno, la cui emissione sarebbe affidata ad un organismo creato per l'occasione, denominato "Ufficio di Gestione del Debito" (Debt Management Office, DMO). I Paesi dell'Eurozona dovrebbero smettere di emettere titoli statali a breve termine e affidare tale compito in via esclusiva al DMO. All'inizio di ogni trimestre i Paesi dovrebbero programmare il loro fabbisogno di titoli brevi per il trimestre successivo e il DMO

emetterebbe Eurobills in misura tale da soddisfarne la richiesta, per poi acquisire i titoli direttamente alle aste dei Paesi. Nel caso in cui rimanessero Eurobills invenduti la BCE interverrebbe direttamente per comprarli ed entro il trimestre successivo quest'ultimi verrebbero riacquisiti dagli Stati membri. Nella proposta, viene fissato come limite massimo di Eurobills che ciascun Paese può detenere il 10% del PIL, prendendo come riferimento la percentuale di titoli a scadenza infra-annuale nel mercato dei Bond statunitensi. L'adesione al programma è vincolata ad una valutazione positiva nei confronti della politica fiscale intrapresa dai vari Paesi e la disciplina del bilancio pubblico.

L'obiettivo è duplice: prevenire crisi di liquidità nell'Eurozona, con il conseguente aumento del costo per interessi, e ridurre al minimo il rischio di moral hazard.

La creazione di un mercato liquido ridurrebbe il rischio che i Paesi europei, nel mezzo di una crisi generale, abbiano difficoltà a reperire capitali sui mercati finanziari, situazione che se protratta nel tempo potrebbe portare ad insolvenza. Tutto ciò eviterebbe inoltre che anche i Paesi con i conti ordinati vengano contagiati dalle economie in difficoltà e si trovino a pagare tassi di interesse ingiustificatamente elevati per la loro effettiva condizione.

Per far sì, invece, che si riduca il rischio di moral hazard, è fondamentale che gli Stati siano impossibilitati ad emettere titoli a scadenza breve. In questo modo risulterebbe credibile lo status di debito "senior" degli Eurobills e dunque la sua precedenza nei confronti dei titoli statali. Così facendo, comportamenti opportunistici sarebbero difficilmente attuabili e ciò, insieme alle dimensioni contenute del programma, dovrebbe convincere più facilmente i Paesi più solidi ad aderire e a garantire tale debito in solido con gli altri Stati. Quest'ultimo passaggio è molto importante, poiché la mancata partecipazione dei Paesi ritenuti più solidi, potrebbe impedire la creazione stessa del mercato degli Eurobills; inoltre, si deve evitare che i titoli di stato dei singoli Paesi entrino in competizione con il mercato degli Eurobills poiché ne ridurrebbero la liquidità e darebbero il via a fenomeni di selezione avversa.

Quest'ultima proposta è sicuramente innovativa e sembra rispondere a tutti i requisiti necessari a coinvolgere anche i Paesi contrari. Essa sembrerebbe anche conforme ai Trattati europei e alla clausola di non salvataggio. Infatti, le dimensioni e la durata degli Eurobills sono tali da evitare che si creino impegni a tempo indeterminato e impediscono che essi siano quindi utilizzati per salvare i Paesi insolventi.

3. VALUTAZIONE DEGLI ELEMENTI COMUNI

3.1 Introduzione

Abbiamo appena elencato le principali proposte in merito alla mutualizzazione del debito europeo, le diverse sfaccettature e le diverse soluzioni strutturali proposte per rendere tale strumento (Eurobond) efficace nel combattere la crisi europea. Come è facile notare ci sono degli aspetti comuni a tutte le proposte, aspetti che meritano maggiore attenzione da parte nostra. È vero che il mercato più ampio che si verrebbe a creare porterebbe benefici diffusi, in termini di premio per la liquidità, anche a Paesi solidi e ampi come la Germania? È possibile aggirare la clausola di non-salvataggio prevista dal TFUE? È veritiera la riduzione del rischio di contagio? Queste sono alcune delle domande che sorgono spontanee leggendo le varie teorie sviluppate sull'argomento e nel prosieguo del capitolo tenteremo di dare una risposta.

3.2 L'effetto della liquidità

Un'argomentazione che ritroviamo in quasi tutte le proposte effettuate sulla mutualizzazione del debito è sicuramente l'effetto positivo che avrebbe la creazione di un mercato altamente liquido sui tassi di interesse. Maggiore è la liquidità del mercato, minori sono i tassi di interesse sul capitale. Questa argomentazione viene anche utilizzata come una delle motivazioni che dovrebbero convincere gli Stati fiscalmente solidi ma con mercati obbligazionari relativamente contenuti, che in tal modo vedrebbero i rispettivi tassi di interesse diminuire sensibilmente, migliorando ulteriormente i conti pubblici. Ma questo presupposto è applicabile anche alla Germania? Ci poniamo questa domanda poiché la Germania rappresenta uno Stato fiscalmente disciplinato e solido, e allo stesso tempo il suo mercato obbligazionario presenta dimensioni rilevanti e la sua liquidità è già di per sé elevata, anche se non paragonabile a quella statunitense. La Germania paga dunque un premio per la liquidità che verrebbe meno qualora venisse a crearsi l'Eurobond? Un'analisi effettuata su tale argomento da Favero e Missale nel 2011 ha condotto a risultati contrastanti. Prendendo in considerazione il differenziale sui Credit Default Swap di Stati Uniti e Germania e il differenziale tra i due tassi di interesse depurato dalle aspettative sulla fluttuazione del cambio euro/dollaro, i due economisti hanno calcolato il premio per la liquidità che la Germania paga nei confronti degli USA. Nel periodo precedente la crisi economica del 2007/08 la Germania ha pagato un premio per la liquidità di circa 40 punti base rispetto ai titoli statunitensi. Questo sembrerebbe dare sostegno all'idea che un debito congiunto tra i Paesi europei avrebbe favorito anche la Germania, tuttavia analizzando anche il periodo della crisi economica i risultati sono stati differenti. Infatti, all'inizio della crisi, il premio liquidità pagato dalla

Germania è scomparso, per poi addirittura vedere invertirsi i ruoli e, nel periodo peggiore della crisi, la Germania si è trovata a beneficiare di uno sconto di 50 punti basi rispetto ai titoli statunitensi. I risultati della loro analisi non permettono di supportare la teoria secondo cui la Germania sia penalizzata dalla dimensione del suo mercato nei confronti degli Stati Uniti e che beneficerebbe di un mercato più ampio che si verrebbe a formare con l'implementazione dell'Eurobond. Detto questo, anche se la Germania beneficiasse della maggiore liquidità raggiunta, i benefici derivanti potrebbero comunque non essere sufficienti. Secondo Ifo (2011), il tasso di interesse degli Eurobond sarebbe il risultato della media ponderata dei singoli tassi di interesse dei vari Paesi. In questa situazione, la Germania verrebbe a pagare un tasso di interesse maggiore di quello attuale nonostante il premio liquidità.

3.3 La clausola di non-salvataggio

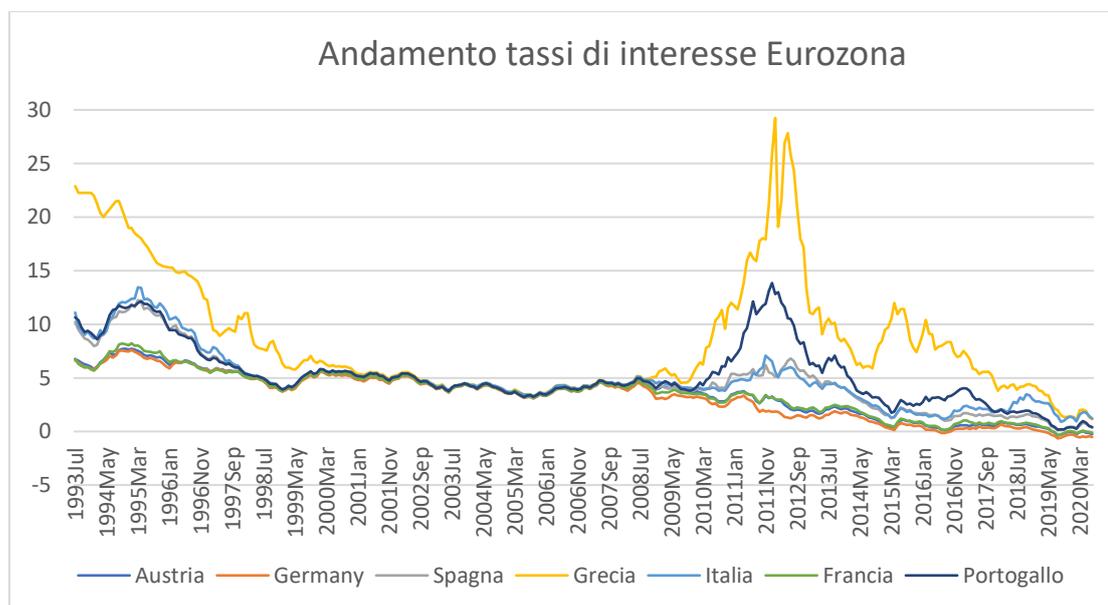
L'emissione di Eurobond, oltre a non trovare consenso politico diffuso, si incaglia nella legislazione europea. Come già accennato in precedenza, il limite giuridico che rende incompatibile un debito con garanzie congiunte e in solido è l'articolo 125 del TFUE. Quest'ultimo sancisce che all'Unione e agli Stati membri è vietato farsi carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali di un altro Stato membro. In sostanza, il debito di un Paese deve essere di sua competenza e non può essere ripagato dagli altri Paesi. La logica sottostante è molto semplice: se un Paese sapesse che in determinate circostanze una parte del suo debito verrebbe ripagata da altri governi, prima o poi sfrutterebbe questa possibilità (Wyplosz, 2009). Questo ostacolo sembra insormontabile e richiederebbe la modifica del Trattato con voto unanime del Consiglio e approvazione del Parlamento europeo, come richiesto dall'art.352 del TFUE. Tuttavia, come descritto nel Libro Verde della Commissione Europea sulla fattibilità dell'introduzione di Stability Bond, un'emissione di debito con garanzie proporzionali sarebbe possibile all'interno del quadro giuridico europeo. A complicare la situazione si sono aggiunti gli aiuti distribuiti dal MES durante la crisi del debito europea (vedi Grecia) che ha minato la credibilità di tale clausola come deterrente per comportamenti opportunistici, nonostante il MES preveda forti condizionalità per accedere ai suoi fondi. Tuttavia, secondo alcuni studiosi di diritto, come riportato da Classens et al. (2012), l'articolo sarebbe compatibile con la presenza di garanzie multiple in solido, qualora si venisse a creare un accordo con entrata a base volontaria.

Le proposte effettuate cercano di ovviare a tale limitazione in diversi modi. Alcuni, come Delpla e Weizsäcker, ritengono necessaria la modifica del TFUE. Altri, come Boonstra, pensano che la clausola vada mantenuta per evitare ad ogni costo comportamenti opportunistici. Altri ancora, invece, non entrano nell'argomento. In ogni modo, questo punto

rimane uno dei problemi principali per l'implementazione degli Eurobond ed è necessario il consenso di tutta l'Eurozona per riuscire a superarlo.

3.4 Stabilità finanziaria e rischio di contagio

La formazione dell'Unione Economica e Monetaria agli inizi del 2000 ha portato ad un appiattimento dei tassi di interesse nell'Eurozona, con i titoli statali di quest'ultima divenuti sostituti affini ma non perfetti. I mercati finanziari sono considerati in grado di regolare le politiche interne e direzionarle nel giusto verso, qualora ci fossero degli squilibri percepiti nella gestione di un Paese, tramite l'aumento del tasso di interesse sul debito pubblico. I Paesi, vedendo la loro spesa per interessi aumentare, sarebbero indotti a convincere i mercati che le loro politiche interne siano credibili e sostenibili nel lungo periodo. La funzione dei mercati appena descritta è sembrata quasi scomparire con la formazione dell'unione monetaria in Europa. Basti pensare che lo Spread tra i BTP e i Bund a 10 anni passò da un massimo di quasi 700 punti base nel 1995 a nettamente sotto i 40 punti base di media nel periodo tra il 1998 e il 2007. Di pari passo fecero tutti gli altri titoli statali, che conversero nei confronti dei Bund tedeschi, rendendo così la spesa per interesse facilmente sostenibile. Certo la differenza tra i vari rendimenti è rimasta, ma alla luce di ciò che è accaduto successivamente, forse non fu abbastanza penalizzante per quei Paesi che avevano situazioni di bilancio tutt'altro che rosee e con politiche fiscali sconsiderate. Allo scoppio della crisi finanziaria, durante la fine del 2007, i mercati, certamente considerando la situazione finanziaria di molti Paesi, ma anche presi dal panico, fecero schizzare nuovamente alle stelle i differenziali sui tassi d'interesse nell'Eurozona, penalizzando forse troppo duramente anche Paesi con bilanci solidi e nessun pericolo di insolvenza.



Dati estrapolati da "ECB Statistical Data Warehouse". Disponibili su <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691124>

L'area Euro, a causa delle forti interdipendenze economiche, rende i suoi membri facilmente vulnerabili nel caso in cui uno di essi entri in difficoltà economiche. Durante la crisi, il timore che Paesi come la Grecia potessero fallire, hanno influenzato negativamente i tassi di interesse anche in Paesi solidi come l'Olanda, la cui solvibilità non avrebbe dovuto essere messa in discussione. Se i mercati dovessero rimanere irrazionali più a lungo di quanto uno Stato rimanga solvente, allora il ruolo dei tassi di interesse sui titoli di stato come strumento per la disciplina fiscale risulta debole e la proposta di emettere Eurobond può essere economicamente giustificata (Favero e Missale, 2011). Nonostante tutto, i mercati fungono da controllore sulle politiche fiscali e indirizzano i Paesi nella giusta direzione, ma lo fanno con discontinuità e il pericolo che la loro reazione risulti eccessiva in un determinato momento potrebbe essere causa di forte instabilità e propagare la crisi a tutta l'Eurozona.

L'introduzione di Eurobond potrebbe evitare il rischio di default nei Paesi in difficoltà e, allo stesso tempo, evitare il rischio di contagio tra i Paesi. Tuttavia, l'opposizione politica su questo strumento rende difficile la sua implementazione nonostante siano state effettuate proposte che riducano notevolmente il rischio di moral hazard per i Paesi più solidi e diffidenti. Ciò che l'UEM necessita per sperare in futuro di arrivare alla creazione dell'Eurobond è una politica fiscale accentrata e forte che permetta di direzionare l'intera Unione e che vada di pari passo con la sua politica monetaria. L'Eurobond ha senso solo se all'interno di una politica fiscale unita (Gros, 2011).

4.L'UNIONE FISCALE EUROPEA

4.1 Introduzione

La crisi avvenuta dopo il 2007 ha reso evidente come la politica monetaria e la politica fiscale debbano agire di pari passo per supportare la ripresa economica. Un esempio lampante su quest'ultima affermazione è ciò che è avvenuto negli Stati Uniti e in Europa successivamente allo scoppio della crisi dei mercati: il deficit degli USA è passato dal 2,8% di fine 2007 al 12,4% del 2009 e la politica monetaria espansiva della Federal Reserve hanno permesso agli Stati Uniti di riprendersi relativamente presto dallo shock economico avvenuto; in Europa invece, la sola politica monetaria attuata dalla BCE e le singole politiche fiscali degli Stati membri hanno portato ad una ripresa più lenta e frammentata. Come affermato da Kenen (1969) riprendendo la teoria delle aree valutarie ottimali di Mundell: "la politica monetaria e la politica fiscale devono procedere a braccetto e, per l'esistenza di una combinazione ottima

delle due, è necessario che esse abbiano lo stesso dominio.”. Ciononostante, l’assetto europeo nel corso degli anni non ha subito mutamenti notevoli nella direzione di un’unione fiscale europea capace di supportare la politica monetaria in momenti di difficoltà. Le politiche fiscali europee sono indirizzate verso il controllo degli Stati membri, fissando limiti ma lasciando le decisioni fiscali interne a competenza dei singoli governi. Nel corso degli anni sono state modificate le regole fiscali europee con il fine di rendere più stringenti ed efficaci le politiche dei singoli Paesi. Il Trattato di Maastricht e il Patto di Stabilità e Crescita sono la base legislativa in materia fiscale a cui sono stati aggiunti in seguito il Six-Pack, il Fiscal Compact e il Two-Pack delineando regole più stringenti in ambito fiscale (limiti disavanzo, pareggio di bilancio, ...). Tuttavia, la domanda che molti si pongono è se queste misure siano sufficienti a garantire politiche fiscali disciplinate e sostenibili da parte dei Paesi membri e, qualora avvenissero situazioni di contrasto con i regolamenti, se le istituzioni europee avranno la forza di attuare procedure disciplinari nei confronti di tali Paesi. I dubbi sono molti e, vedendo i precedenti, è difficile che tutto ciò sia sufficiente. Un passo in avanti si avrebbe qualora si venisse a creare in Europa un’unione fiscale, la quale permetterebbe di controllare meglio gli squilibri macroeconomici e gli shock asimmetrici, dando maggiore fiducia, sicurezza e credibilità al mercato europeo. Il controllo che si verrebbe così a creare permetterebbe di evitare situazioni come quella greca avvenuta nel 2008. D’altro canto, tale impostazione presenta delle problematiche non indifferenti: essendo l’Europa un insieme di Stati indipendenti, essa presenta bisogni e problemi eterogenei che necessitano dunque di soluzioni locali, il tutto tenendo presente che la creazione dell’unione fiscale viene vista come una minaccia per l’indipendenza degli Stati. Come abbiamo detto nei capitoli precedenti, la creazione dell’Eurobond è fonte di preoccupazione per molti Paesi che temono di dover pagare i debiti dei Paesi fiscalmente indisciplinati. Una possibile soluzione per questo problema, evitando dunque comportamenti di moral hazard, potrebbe consistere nella creazione dell’unione fiscale in Europa, dando di conseguenza la certezza che i singoli Paesi stiano attuando delle politiche sostenibili e non mettendo dunque a repentaglio i Paesi più solidi, garantendo una maggiore stabilità all’Unione evitando shock asimmetrici.

4.2 Cos’è un’unione fiscale

Nel dibattito politico europeo l’espressione “unione fiscale” viene utilizzata con significati e sfaccettature diverse l’una dalle altre, creando confusione sull’argomento. Come descritto in un articolo del 2012 a firma Fuest e Peichl, l’espressione “unione fiscale” può comprendere al suo interno cinque elementi caratterizzanti, non necessariamente presenti simultaneamente. Vediamo se gli elementi descritti dai due autori sono presenti o meno all’interno dell’Unione

Europea. Il primo elemento preso in considerazione è la legislazione comune, con annessa supervisione e coordinamento politico. I due studiosi, prendendo in esame il caso europeo, ritengono che questo elemento sia già presente all'interno dell'Unione, seppur in modo non così stringente come auspicabile. Esempi di ciò sono il Trattato di Maastricht e il Patto di Stabilità e Crescita, a cui sono stati aggiunti in seguito il Six-Pack, il Fiscal Compact e il Two-Pack. La logica sottostante tali restrizioni è ovviamente quella di evitare che i comportamenti poco responsabili di una Nazione possano riversarsi sull'intera Eurozona. Il secondo elemento dell'unione fiscale individuato dai due autori è un meccanismo di risoluzione in caso di crisi. Tale meccanismo avrebbe il compito di intervenire in salvataggio di quelle economie colpite da uno shock e con rischio di insolvenza. Un esempio concreto è il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) entrato in vigore nel maggio del 2013 e con il preciso scopo di aiutare gli Stati con difficoltà di reperimento di capitali nei mercati internazionali, imponendo però strette condizionalità ai Paesi che beneficerebbero dei suoi fondi. Terzo elemento proposto dalla loro analisi è la presenza di garanzie congiunte per il debito pubblico. Questo è il caso dell'Eurobond in alcune delle sue proposte e quindi si tratta di un elemento mancante all'interno dell'Eurozona e che, come già descritto in precedenza, è causa di un acceso dibattito sulla sua utilità o meno. Quarto elemento secondo Fuest e Peichl è la perequazione fiscale e altri meccanismi per il trasferimento tra Paesi. Gli elementi precedenti prendevano in considerazione trasferimenti di risorse solo nel caso in cui uno Stato non ripaghi il suo debito, in questo caso invece si tratta di trasferimenti cospicui anche in periodi di stabilità economica. L'UE nella sua impostazione attuale presenta meccanismi di questo tipo (Budget europeo e politica agricola), ma la disponibilità è relativamente esigua (1% PIL europeo) e il loro utilizzo è legato dalla politica monetaria. Se, come proposto anche da Cottarelli (2012), queste misure venissero ampliate, il loro potenziale di assorbimento degli shock asimmetrici potrebbe essere sfruttato per rendere dunque più stabile l'Eurozona nel lungo periodo. Infine, l'ultimo elemento della lista è un Budget europeo più ampio e tasse europee. La combinazione di questi due elementi richiederebbe un maggiore potere politico a livello europeo, facendo conseguentemente diminuire le responsabilità dei singoli governi e scatenando sicuramente le ire di molti Paesi.

Notiamo subito che alcuni elementi qui sopra elencati sono già presenti nell'assetto europeo attuale, tuttavia possiamo affermare con certezza che essi sono presenti in misura non sufficiente per affermare che all'interno dell'UE sia presente un'unione fiscale. Aspetto cruciale sia per l'unione fiscale sia per l'emissione di Eurobond è la presenza di potere politico a livello europeo che garantisca una direzione sostenibile e disciplinata all'intera Eurozona, aspetto che tutt'ora manca.

4.3 Misure da attuare

Cosa si deve dunque fare per arrivare all'unione fiscale europea? Nel paragrafo precedente abbiamo già accennato qualche misura da prendere in quella direzione e ora entreremo più nel dettaglio. Cottarelli (2012), prendendo in esame il caso specifico europeo, ritiene necessari tre cambiamenti per formare l'unione fiscale e aiutare l'Euro: maggiori limitazioni agli Stati membri riguardo al debito e al deficit, un budget centrale più ampio e una maggiore armonizzazione delle politiche non fiscali. Analizziamo ora singolarmente queste tre misure partendo sempre dal presupposto che perché queste avvengano è necessario che aumenti l'integrazione politica in Europa.

Un elemento comune nelle unioni fiscali esistenti è la presenza di forti limitazioni sul debito e il deficit dei singoli Stati per impedire che singole politiche fiscali insostenibili finiscano per influenzare anche Paesi solidi. Le limitazioni imposte con il "Six-Pack", il Fiscal Compact e il "Two-Pack" sono nella direzione giusta ma è necessario aumentare la sorveglianza effettiva sulle politiche fiscali singole. A tal fine si devono effettuare report costanti sulle politiche statali con efficaci disposizioni di audit per garantire che i dati riportati dai Paesi siano credibili, il tutto imponendo una contabilità comune a livello europeo per garantire che lo Stato applichi coerentemente le regole fiscali.

In tutte le unioni fiscali esistono meccanismi che permettono di trasferire fondi tra le aree per evitare shock asimmetrici e mitigando dunque il rischio di contagio. L'Unione Europea ha anch'essa meccanismi di redistribuzione ma in misura non sufficiente a garantire una funzione di prevenzione contro gli squilibri che avvengono al suo interno. Il Budget europeo ha fondi pari a meno dell'1% del PIL europeo e indirizza le sue risorse principalmente a sostegno di agricoltura e progetti strutturali. Allargando tale fondo si potrebbero ottenere vantaggi considerevoli anche nel lungo termine. Per prima cosa, si ridurrebbe il rischio di politiche fiscali idiosincratiche poiché i fondi a disposizione dei singoli Stati risulterebbero più limitati se alcune categorie di spesa diventassero di competenza esclusiva a livello centrale. Un ulteriore vantaggio di un budget più cospicuo sarebbe quello di coordinare meglio le politiche fiscali dei singoli Stati in risposta ad uno shock comune. Infine, centralizzare alcune spese e ricavi favorirebbe la convergenza economica tra gli Stati poiché le politiche fiscali possono essere importanti per influenzare gli incentivi economici e i comportamenti dei Paesi.

Terzo aspetto fondamentale perché un'unione fiscale sia efficace nel lungo periodo riguarda le politiche non fiscali. È necessario che anche quest'ultime vengano armonizzate e centralizzate al fine di evitare shock asimmetrici che possono avvenire anche a causa loro.

Basti pensare ad esempio all'importanza delle politiche del lavoro per garantire competitività o, ancor di più, alla necessità di creare un'unione bancaria (processo che in Europa sta avvenendo).

4.4 Mutualizzazione del debito e politiche fiscali

La formazione di un debito in comune con un sistema di garanzie congiunte pone evidente come sia necessario un maggiore controllo sulle politiche fiscali dei singoli Stati a livello centrale, onde evitare comportamenti opportunistici e indebolimento dell'Unione nel suo complesso. L'UE presenta già delle misure di controllo delle politiche fiscali ma esse sono chiaramente insufficienti qualora si decidesse di procedere con la mutualizzazione del debito. Nel Libro Verde della Commissione Europea sulla fattibilità degli Stability Bond (una tipologia di Eurobond) viene approfondito tale argomento. La conclusione a cui giungono nell'analisi è quella di un necessario rafforzamento delle politiche di controllo e sorveglianza sulle politiche statali al fine di evitare il pericolo del moral hazard. Secondo la Commissione sarebbero giustificate una maggiore sorveglianza e invasività nella definizione e nell'attuazione delle politiche di bilancio nazionali, tramite ad esempio un obbligo di rendicontazione periodica e addirittura l'approvazione dei bilanci da parte dell'UE. Se però da una parte l'Eurobond può essere fonte di insicurezza e pericolo di moral hazard, d'altra parte esso potrebbe modificare per il meglio il quadro fiscale attuale. La creazione dell'Eurobond richiederebbe maggiore coordinamento delle politiche fiscali singole, favorendo lo sviluppo di tutti i membri dell'Unione. Ulteriore prospettiva della Commissione è quella riguardante l'accesso all'Eurobond. Si potrebbero infatti prevedere delle condizioni macroeconomiche e di bilancio per accedere e permanere all'interno di tale programma. In questo modo i Paesi sarebbero incentivati ad attuare politiche disciplinate e di consolidamento dei propri bilanci nella direzione di una convergenza già teorizzata alla creazione dell'Euro. Inoltre, già nel breve periodo i tassi di interesse dei Paesi che hanno intenzione di entrare nel programma del debito comune si abbasserebbero, data la fiducia che si verrebbe a creare attorno al progetto, permettendo in questo modo agli Stati di pagare fin da subito meno costi sul debito e favorendo un più rapido miglioramento dei conti pubblici. Infine, le rigide condizioni di bilancio richieste per l'accesso permetterebbero un miglioramento dei rating sul debito che renderebbe ancora più sicuro il debito comune.

Ma è la centralizzazione del debito un elemento essenziale per l'unione fiscale? Negli Stati federali il debito federale viene emesso solamente per finanziare il deficit federale (salvo qualche eccezione), e appare dunque non necessario che la mutualizzazione del debito per finanziare i deficit locali divenga uno strumento permanente all'interno di un'unione fiscale.

Appare più plausibile che esso possa venire creato una tantum in situazioni di crisi, come tra l'altro sta avvenendo ora con il Next Generation EU. Ciononostante, la creazione dell'Eurobond potrebbe dare lo slancio necessario alla creazione dell'Unione Fiscale in Europa. Visto che il processo sembra lungo e le opposizioni sono molte, qualora avvenisse la mutualizzazione del debito, l'ago della bilancia nel dibattito sull'Unione Fiscale potrebbe finalmente pendere con forza a favore di quest'ultima.

5. NEXT GENERATION EU: STEP VERSO L'EUROBOND?

La pandemia ha peggiorato nuovamente la situazione dei conti pubblici europei con il PIL in picchiata a causa del lockdown e la spesa pubblica cresciuta per compensare la chiusura delle attività. L'Unione Europea non è rimasta a guardare e, appena delineata la situazione, ha varato importanti misure per mitigare gli effetti negativi del virus sull'economia. La BCE ha rilanciato il Quantitative Easing con un piano (PEPP, Pandemic Emergency Purchase Program) dal valore di 750 miliardi di euro da investire per evitare l'aumento dei tassi di interesse e mitigare la speculazione finanziaria. In aggiunta, la Commissione Europea ha sospeso il Patto di Stabilità permettendo dunque ai Paesi di sfiorare il rapporto deficit/PIL del 3% e attuare di conseguenza riforme straordinarie per sostenere l'economia senza incorrere in sanzioni da parte dell'Unione Europea. In aggiunta a questi due provvedimenti già di per sé molto importanti, il 21 luglio 2020 i leader europei hanno raggiunto un accordo per un pacchetto di misure straordinarie a sostegno degli Stati membri. Il pacchetto comprende il Quadro Finanziario Pluriennale e il Next Generation EU (750 mld) per un valore complessivo di 1824,3 miliardi di euro a sostegno dell'Unione Europea, e i cui obiettivi principali sono: il Green Deal Europeo, la rivoluzione digitale e la resilienza. Il Next Generation EU è di particolare importanza poiché per la prima volta nella storia la Commissione è stata autorizzata a contrarre prestiti a nome dell'Unione Europea sui mercati dei capitali per un valore di 750 miliardi di euro i quali saranno distribuiti sotto forma di prestiti (360 mld) e sovvenzioni (390 mld). I fondi sono raccolti e destinati solo allo scopo di fronteggiare le difficoltà causate dal Covid-19 e il termine di rimborso per i prestiti sarà fissato al 31 dicembre 2058. L'Italia con queste misure diventa beneficiario netto all'interno dell'Unione per un valore di circa 30 miliardi di euro. Essa potrà ricevere infatti, 127,4 miliardi di euro sotto forma di prestiti e 81,4 miliardi sotto forma di sussidi, i quali devono essere depurati da circa 50 miliardi che l'Italia dovrà versare nel bilancio europeo nel corso degli anni. L'accordo raggiunto è stato il frutto di intense trattative tra i capi di governo degli Stati membri e ha visto contrapporsi due blocchi con prospettive differenti. Il blocco dei cosiddetti

“Paesi frugali”, capitanato dall’Olanda del Premier Rutte, era restio all’ipotesi di fornire denaro a fondo perduto agli Stati in difficoltà; dall’altra parte, invece, il blocco capitanato dall’Italia, riteneva necessario che il denaro fosse distribuito sotto forma di sussidi e non di prestiti. Alla fine, l’accordo ha accontentato un po’ entrambe le parti in campo, in quanto si è deciso di dividere sostanzialmente a metà i fondi tra prestiti e sussidi. Altro elemento cruciale nel dibattito ha riguardato chi e come avrebbe controllato che tali fondi vengano spesi correttamente. Tale compito spetterà alla Commissione la quale potrà sospendere i fondi anche a seguito di una segnalazione da parte di uno dei Paesi membri nei confronti di altri Paesi (il cosiddetto freno di emergenza). L’evento è sicuramente storico e di importanza non indifferente, e segna una svolta nel dibattito sulla mutualizzazione del debito. Secondo alcuni questo potrebbe girare il dibattito in favore della creazione dell’Eurobond. Tuttavia, durante la trattativa e le discussioni scaturite, abbiamo notato come sull’argomento l’avversità di alcuni Paesi sia stata feroce, vedi su tutti Olanda e Austria. Sicuramente l’appoggio della Germania fa ben sperare per il futuro dell’Eurobond ma non va dimenticato che con il Recovery Fund non c’è stata alcuna mutualizzazione del debito passato ma solamente di debito futuro.

6. CONCLUSIONE

Il dibattito attorno all’Eurobond è destinato a durare ancora a lungo e l’opposizione a questo strumento è in parte giustificata. I benefici attesi descritti nelle varie proposte non sono garantiti e, talvolta, i dati a supporto di essi danno risultati contrastanti. I limiti legislativi alla sua creazione devono avere l’approvazione unanime dei Paesi membri per essere superati e nel breve periodo questo ostacolo sembra difficilmente sormontabile, basti vedere con che difficoltà si è giunti all’accordo sul Recovery Fund. Le proposte effettuate sono molteplici, si sono fatte via via più dettagliate e complete e l’umore attorno all’argomento sembra stia prendendo la strada del consenso. La necessità di una maggiore congruenza e convergenza delle politiche fiscali dei Paesi dell’Eurozona è un aspetto necessario e *sine qua non* per la possibilità che i Paesi contrari possano essere convinti ad aderire a tale progetto mettendo a repentaglio le proprie finanze. Certo è che la visione di quest’ultimi appare miope e manchi di prospettiva. L’Eurobond potrebbe sì mettere parzialmente a rischio alcuni Stati, ma la sua implementazione potrebbe evitare che in futuro si ripetano situazioni vissute come quella del 2011, garantendo stabilità e una direzione positiva al futuro dell’Unione Europea. D’altro canto, non mi sento nemmeno di biasimare la loro visione considerando come alcuni Stati hanno e stanno indirizzando le loro politiche fiscali e di bilancio. È quindi auspicabile un maggiore controllo, se non un controllo diretto, di tali politiche, onde evitare che shock asimmetrici minino la stabilità dell’Eurozona. L’appoggio convinto di Germania e Francia al

Next Generation EU fa sicuramente ben sperare per il futuro, data l'importanza che questi due Paesi ricoprono all'interno dell'UE e la strada per un'Unione più solidale passa per forza da loro due. L'Italia fa parte di coloro che sostengono vivamente l'idea dell'Eurobond, essendo divenuta portavoce, insieme alla Spagna, di quei Paesi dell'area mediterranea ritenuti poco affidabili da un folto gruppo di Stati facenti capo all'Olanda. Il progetto dell'Unione Europea è evidentemente ancora incompleto e fragile, ma una sua disgregazione avrebbe certamente più conseguenze negative che positive. L'Eurobond, a mio parere, può essere uno strumento capace di rafforzare l'Unione e indirizzarla verso un futuro più solido e, siccome una riforma fiscale di grandi dimensioni richiede tempo, potrebbe favorire una maggiore integrazione fiscale e un maggiore potere politico centralizzato, formando ciò che molti definirebbero gli Stati Uniti d'Europa. Come ogni strumento di politica economica l'Eurobond ha sicuramente aspetti negativi e positivi, nel complesso però, se adeguatamente impostato, una sua implementazione potrebbe certamente portare più benefici che costi. Il modo di svilupparlo c'è e se l'Unione Europea vuole evitare di sfaldarsi in futuro l'Eurobond verrà prima o poi creato.

7. BIBLIOGRAFIA

Articoli:

- Arahuetes García A., Gómez Bengoechea G., 2018. "Fiscal union, monetary policy normalization and populism in the Eurozone". Disponibile su <<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/37854>>. Data di accesso [17/08/2020].
- Berger H., Dell'Ariccia G., Obstfeld M. 2018. "Revisiting the economic case for fiscal union in the Euro area". International Monetary Fund, Research Department. Disponibile su <https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF087/24931-9781484340424/24931-9781484340424/Other_formats/Source_PDF/24931-9781484344064.pdf>. Data di accesso [24/08/2020].
- Boonstra W. 2011. "Can eurobonds solve EMU's problems?". Economic Research Department, Rabobank. Disponibile su <https://economics.rabobank.com/contentassets/be0783bc3c1b41b2a5864b95bf10aeb4/sp1104wbo-can-eurobonds-solve-emus-problems_tcm64-144961-1.pdf>. Data di accesso [16/07/2020].
- Classens S., Mody A., Vallee S. 2012. "Paths to Eurobonds". Bruegel Working Paper. Disponibile su <[http://aei.pitt.edu/35703/1/Paths_to_eurobonds_\(English\)__\(English\).pdf](http://aei.pitt.edu/35703/1/Paths_to_eurobonds_(English)__(English).pdf)>. Data di accesso [23/07/2020].
- <<https://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=IT&f=ST%2017232%202011%20INIT>>. Data di accesso [12/07/2020].
- De Grauwe P., Moesen W. 2009. "Gains for all: A proposal for a common euro bond". University of Leuven. Disponibile su <https://www.researchgate.net/profile/Paul_Grauwe2/publication/242225298_Gains_for_all_A_proposal_for_a_common_euro_bond/links/54104ea40cf2f2b29a40b012/Gains-for-all-A-proposal-for-a-common-euro-bond.pdf>. Data di accesso [06/08/2020].
- Delpla J., Weizsäcker J. 2010. "THE BLUE BOND PROPOSAL". Bruegel Policy Brief. Disponibile su <http://aei.pitt.edu/13911/1/1005-PB-Blue_Bonds.pdf>. Data di accesso [20/04/2020].

- Eijffinger S. 2011. *“Eurobonds – Concepts and Implications”*. Directorate General for Internal Policies, European Parliament. Disponibile su <http://www.sylvestereijffinger.com/wp2/wp-content/uploads/EP%20Briefing%20Paper%20March%202011.pdf>>. Data di accesso [20/04/2020].
- Favero C.A., Missale A. 2011. *“Sovereign spreads in the Euro area: which prospects for a Eurobond?”*. Center for Economic and Policy Research. Disponibile su https://www.researchgate.net/profile/Carlo_Favero/publication/228318230_Sovereign_Spreads_in_the_Euro_Area_Which_Prosppects_for_a_Eurobond/links/0c96051f6b87901f1d000000/Sovereign-Spreads-in-the-Euro-Area-Which-Prosppects-for-a-Eurobond.pdf>. Data di accesso [14/07/2020].
- Fuest C., Peichl A. 2012. *“European Fiscal Union: What Is It? Does It work? And Are There Really 'No Alternatives'?”*. Disponibile su <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/166465/1/cesifo-forum-v13-y2012-i1-p03-09.pdf>>. Data di accesso [10/08/2020].
- Note sintetiche sull’Unione Europea, 2020. *“Il quadro UE per le politiche fiscali”*. Disponibile su https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.6.pdf>.
- Tropea G. 2012. *“Eurobonds”*. In: Allena M et al., a cura di, 2012. *“Crisi economico-finanziaria e risposta del diritto”*, pp. 41-47. Il diritto dell’economia. Disponibile su http://www.muccheditore.it/images/ExtraRiviste/ExtraApprofondimentiDirittoEconomia1_2012.pdf#page=4>. Data di accesso [05/08/2020].

Conferenze:

- Cottarelli C. 2012. *“European Fiscal Union: A Vision for the Long Run”*. Swiss Society of Economics and Statistics. Conference *“The Swiss Debt Brake - Ten Years on”*. November 1-2, 2012. Study Center Gerzensee. Gerzensee, Switzerland.

Tesi e ricerche:

- Lentola C.A. 2013. *“Eurobond, infrastrutture e istituzioni europee per lo sviluppo”*. Corso di Laurea magistrale (ordinamento ex D.M. 270/2004) in Economia – Economics. Università Ca’ Foscari Venezia.

Riferimenti bibliografici della Gazzetta Ufficiale Europea (Official Journal):

- OJL. C202/1, 07/06/2016, p. 91-92

Proposte di legge:

- Proposta della Commissione Europea, LIBRO VERDE sulla fattibilità dell'introduzione di stability bond, COM(11)818, finale.

Legislazione secondaria:

- Decisione del Consiglio Europeo EUCO 10/20 del 21 luglio 2020 riguardante il piano per la ripresa economica post Covid-19. Disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>.

8.SITOGRAFIA

- Barber Tony, 2011. *"Europe: Four steps to fiscal union"*. Financial Times. Disponibile su <https://www.ft.com/content/9be75804-c3f7-11e0-b302-00144feabdc0>. Data di accesso [15/07/2020].
- Beda Romano, 2020. *"Accordo sul Recovery Fund: 390 miliardi di sussidi e 360 di prestiti. Prima volta debito in comune. Italia, uso dei fondi sotto la lente"*. Il Sole 24 Ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/accordo-recovery-fund-prima-volta-debito-ue-comune-italia-uso-fondi-sotto-lente-ADkl2Wf>. Data di accesso [15/07/2020].
- Beetsma R., Mavromatis K., 2012. *"Eurobonds: The design is crucial"*. Voxeu.org. Disponibile su <https://voxeu.org/article/eurobonds-design-crucial>. Data di accesso [14/07/2020].
- Buti et al., 2017. *"Completing EMU"*. Voxeu.org. Disponibile su <https://voxeu.org/article/completing-emu>. Data di accesso [14/07/2020].
- Corsetti G., Dedola L., 2013. *"Is the euro a foreign currency to member states?"*. Voxeu.org. Disponibile su <https://voxeu.org/article/euro-foreign-currency-member-states>. Data di accesso [27/07/2020].
- Gallo Franco, 2017. *"L'Europa ha bisogno di un'unione fiscale"*. Il Sole 24 Ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/l-europa-ha-bisogno-un-unione-fiscale-AEmy35WB> Data di accesso [17/07/2020].

- Gros D., 2011. *“Eurobonds: Wrong solution for legal, political, and economic reasons”*. Voxeu.org. Disponibile su <<https://voxeu.org/article/eurobonds-are-wrong-solution>>. Data di accesso [14/07/2020].
- Juncker J.C., Tremonti G., 2010. *“Juncker e Tremonti scrivono al Financial Times: vi spieghiamo perché gli e-bond metterebbero fine alla crisi”*. Il Sole 24 Ore. Disponibile su <<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2010-12-06/juncker-tremonti-scrivono-financial-090118.shtml?uuid=AYCgxWpC>>. Data di accesso [14/07/2020]
- Minenna Marcello, 2020. *“L’immobilismo della Ue su riforme fiscali e bilancio comune”*. Il Sole 24 Ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/l-immobilismo-ue-riforme-fiscali-e-bilancio-comune-ADrmeD?refresh_ce=1>. Data di accesso [17/08/2020].
- Pâris P., Wyplosz C., 2013. *“To end the Eurozone crisis, bury the debt forever”*. Voxeu.org. Disponibile su <<https://voxeu.org/article/end-eurozone-crisis-bury-debt-forever>>. Data di accesso [14/07/2020].
- Philippon T., Hellwig C., 2011. *“Eurobills, not Eurobonds”*. Voxeu.org. Disponibile su <<https://voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>>. Data di accesso [14/07/2020].
- Quadrio Curzio A., Prodi R., 2011. *“EuroUnionBond, here is what must be done”*. Il Sole 24 Ore. Disponibile su <<https://st.ilsole24ore.com/art/economia/2011-08-23/eurounionbond-here-what-must-084308.shtml?uuid=AazcQlyD>>. Data di accesso [17/07/2020].
- Sandbu Martin, 2020. *“EU crosses the Rubicon with its emergency recovery fund”*. Financial Times. Disponibile su <<https://www.ft.com/content/bd570dde-3095-4074-bd37-18003f2bd3c2>>. Data di accesso [18/08/2020].