

Cofinanziato dal
programma Erasmus+
dell'Unione europea



Jean Monnet Chair
Roma Tre University

**Storia e teorie
della governance economica Europea**

dispensa ad uso didattico

Fabio Masini

Chair holder
fabio.masini@uniroma3.it

Dicembre 2020

The European Commission's support for the production of this publication does not constitute an endorsement of the contents, which reflect the views only of the authors, and the Commission cannot be held responsible for any use which may be made of the information contained therein.

Da dove veniamo

Introduzione

Lo shock economico e sociale rappresentato dal covid, sostanzialmente esogeno al funzionamento dei moderni sistemi economici internazionali (anche se qualcuno ha messo in evidenza come le pressioni ambientali causate da metodi di produzione animale massicci abbia creato le condizioni favorevoli al *salto di specie*), ha spinto a soluzioni emergenziali che hanno modificato profondamente l'approccio dell'Unione europea alla gestione della sua economia. La sospensione del *Patto di Stabilità e Crescita*, l'iniezione di liquidità da parte della Bce, che ha eliminato il *capital key* (ossia l'obbligo di acquistare i titoli del debito pubblico dei vari paesi in proporzione alla loro quota di capitale nella Bce stessa), il *Next Generation EU* (lo straordinario intervento di espansione fiscale collettivo e solidale finanziato da nuove risorse proprie e dal ricorso ai mercati finanziari) hanno rappresentato importanti innovazioni, impensabili fino al marzo 2020.

Tuttavia, non si tratta di interventi nati dal nulla, ma frutto di percorsi passati: scelti e non scelti, che hanno portato a questo attuale assetto straordinario ed incerto quanto ad esiti futuri. Per comprendere le ragioni e le tappe che hanno portato all'attuale architettura della governance economica in Europa, che si prevede possa ritornare in funzione, anche se probabilmente modificata nel profondo, a partire dal 2023, occorre tracciarne sommariamente il percorso storico. Nel 1944 la Conferenza Monetaria di Bretton Woods aveva sancito che il sistema economico e monetario internazionale sarebbe stato posto sotto l'egida del dollaro. In fondo, gli Stati Uniti erano i veri vincitori della Seconda Guerra mondiale, e la loro egemonia non poteva che essere riconosciuta anche sul lato economico.

La conferenza stabilì che solo il dollaro, che avrebbe mantenuto una parità fissa con l'oro, poteva essere accettato (assieme all'oro) come moneta negli scambi internazionali. Le altre valute s'impegnavano a mantenere un cambio fisso (ma aggiustabile in presenza di forti squilibri di bilancia dei pagamenti) col dollaro. Gli Usa erano quindi diventati, non

solo *de facto* ma anche *de jure*, il paese cardine dell'intero sistema economico internazionale. Questo regime, con le sue contraddizioni interne (la creazione di liquidità internazionale poteva essere assicurata solo dall'espansione monetaria degli Usa che però, in presenza di uno stock ragionevolmente fisso di metalli preziosi, avrebbe compromesso – come difatti avvenne – la convertibilità stessa del dollaro), finisce nel 1971. Le monete da quel momento vengono lasciate fluttuare sul mercato dei cambi. Sono i mercati a fare il prezzo delle varie valute, non più gli accordi fra Stati.

Una situazione devastante per l'Europa, dove i traffici intra-comunitari rappresentavano una quota preponderante del commercio internazionale dei vari paesi. Devastante perché importatori ed esportatori non erano più certi di quello che avrebbero ricavato o pagato, data la volatilità dei tassi di cambio; e il commercio ne avrebbe risentito. Occorreva trovare una soluzione, almeno per stabilizzare i cambi in Europa. Dopo un (fallimentare) esperimento di *serpente monetario europeo* avviato nel 1972, nel 1979 si arriva all'istituzione del *Sistema Monetario Europeo* (Sme), che prevede parità fisse (in realtà variabili all'interno di una piccola banda di oscillazione) ma aggiustabili fra i paesi della Comunità. Una situazione che si rivelò presto precaria, con l'emergere di tensioni e riallineamenti continui soprattutto nei confronti della moneta egemone dell'area, il marco tedesco. Occorreva trovare un meccanismo più stabile.

Il quartetto inconciliabile

Nel 1982 Tommaso Padoa-Schioppa, distaccato dalla Banca d'Italia presso la *Direzione Generale per gli Affari Economici e Monetari* della Commissione Europea, scrive un saggio in cui delinea quella che diverrà una *roadmap* per l'integrazione monetaria: il "quartetto inconciliabile". Padoa-Schioppa suggerisce l'esistenza di un'incompatibilità di fondo fra quattro obiettivi, di per sé tutti degni di essere perseguiti, che tuttavia non possono essere realizzati contemporaneamente: a) libera circolazione dei fattori produttivi (capitale e lavoro); b) libera circolazione dei beni e dei servizi finali; c) cambi fissi; d) politiche monetarie autonome.

Vediamo intanto di capire perché si tratta di obiettivi in sé, separatamente, utili da realizzare. La *libera circolazione dei fattori della*

produzione permette di allocarli dove sono più remunerativi (capitale) o produttivi (lavoro), aumentando così la capacità produttiva. La *libera circolazione dei beni finali* è il mercato unico, che consente alle imprese di avvantaggiarsi delle economie di scala dovute ad un ampio e variegato mercato sul quale vendere i propri prodotti con regole identiche e senza alcuna tariffa distorsiva. I *cambi fissi* consentono di stabilizzare le aspettative degli operatori finanziari e delle imprese, accrescendo la fiducia dei mercati e dei consumatori nel futuro e riducendo i rischi connessi alla variazione unilaterale dei tassi di cambio. Si tratta, tra l'altro, di tre elementi fra loro complementari ed interdipendenti: se i fattori della produzione sono liberi di muoversi, anche i beni finali devono esserlo, per evitare delocalizzazioni produttive; se il mercato diventa unico, la presenza di cambi flessibili introduce un elemento di incertezza e riduce il potenziale espansivo del mercato unico: ne riduce gli effetti positivi. Da qui la necessità di un sistema di cambi fissi.

Ma qui s'inserisce il quarto fattore: anche poter perseguire una politica monetaria autonoma è un obiettivo sensibile di politica economica, perché consente (senza eccessive ripercussioni, se attuata in un'economia chiusa) di finanziare con l'emissione di moneta la spesa pubblica che può essere utilizzata in funzione anticiclica (per sostenere la produzione e l'occupazione in caso di andamenti negativi del ciclo economico) o per finanziare spese essenziali (infrastrutture, stato sociale, formazione del capitale umano, etc).

Ebbene, sostiene Padoa-Schioppa, questi quattro obiettivi non possono essere perseguiti congiuntamente; uno di essi deve essere abbandonato. Possiamo rinunciare ad esercitare la sovranità monetaria per permettere al mercato unico di svolgere il suo ruolo propulsore dell'economia ed ai cambi fissi di favorire la formazione di aspettative stabili. O possiamo rinunciare ai cambi fissi per consentire di manovrare la quantità ed il valore esterno della moneta per rispondere alle esigenze dell'economia nazionale. Possiamo infine consentire cambi fissi e sovranità monetaria nazionale, ma dobbiamo mettere un freno all'esportazione di lavoro e capitali – il punto a) del quartetto – per evitare che vi siano fughe verso paesi in cui essi hanno un rendimento più elevato.

L'ipotesi teorica di Padoa-Schioppa diventa negli anni a venire un percorso che porta verso la creazione della moneta unica. Fra il 1985 e il

1995 viene perfezionata la libera circolazione delle persone (Schengen) e fra il 1986 e il 1993 viene liberalizzato il mercato dei capitali; nel 1992 viene realizzato il mercato unico, l'obiettivo b) del quartetto. Occorreva nel frattempo realizzare un sistema che stabilizzasse il più possibile i rapporti di cambio fra le monete europee, sottraendo allo stesso tempo agli Stati nazionali l'autonomia sulla gestione della moneta (comunque divenuta una chimera, in un contesto di paesi fortemente interdipendenti dal resto del mondo). È così che nasce il progetto dell'euro, di cui Padoa-Schioppa sarà non a caso uno dei protagonisti. Nel 1989, per rispondere all'accelerazione della storia che stava spazzando via i retaggi del blocco sovietico, la Comunità Europea decide di intraprendere una nuova iniziativa che rilanci l'antico sogno di condivisione della sovranità: una moneta unica. La Commissione aveva affidato ad un gruppo di esperti la redazione del *Report on Economic and Monetary Union*, che stabiliva le linee guida per una transizione verso l'euro. In realtà, il *Rapporto* prevedeva non solo l'unione monetaria, ma riteneva che, per la sua sostenibilità nel tempo, fosse necessario prevedere anche misure di unificazione economica (fondi comuni per la crescita, la stabilizzazione e la redistribuzione del reddito). La parte dell'integrazione economica e sociale venne però abbandonata: si temeva che richiedesse un'eccessiva cessione di sovranità da parte degli Stati nazionali. E si procedette solo con l'unificazione monetaria.

I paradossi di Maastricht

Il 7 febbraio 1992 viene firmato il Trattato di Maastricht (dalla città olandese in cui i Capi di Stato e di Governo lo sottoscrissero). Esso estende e sovrappone, alla *vecchia* Comunità Europea, la *nuova* "Unione Europea". Questa è costituita da "tre pilastri": il primo è quello ereditato dal passato, quello comunitario con le sue competenze e le sue regole decisionali (basate sulle istituzioni di Bruxelles) che avrebbe continuato a produrre effetti giuridici diretti sulle legislazioni nazionali; il secondo pilastro concerne la politica estera e di sicurezza comune; il terzo è relativo allo "spazio di libertà, sicurezza e giustizia". Questi ultimi due pilastri vengono affidati al "coordinamento di politiche e misure nazionali".

Mentre le questioni economiche e fiscali furono collocate in prossimità del primo pilastro (quello comunitario), nei fatti esse furono

sistematicamente gestite col semplice coordinamento intergovernativo (caratterizzante gli altri due). In tal modo, gli Stati nazionali non perdevano la loro sovranità di politica economica, che veniva salvaguardata attraverso il semplice “confronto” fra interessi nazionali e, in ultima istanza, dal diritto di veto.

Questo è il primo elemento di criticità, il primo “difetto di fabbricazione” che viene compiuto a Maastricht; una debolezza che segnerà l’intero percorso di evoluzione della governance economico-monetaria europea: sembrava possibile creare spazi di competenza “europea” senza trasferire a Bruxelles le relative prerogative giuridico-politiche e decisionali, ma semplicemente “coordinandosi” a livello nazionale.

L’unificazione monetaria viene lasciata quindi priva di una guida politica autonoma, collettiva, unica. Il suo successo è affidato ad una serie di organi istituzionali ed a meccanismi di riaggiustamento che si presume operino in modo automatico.

Viene inoltre istituito un *Istituto Monetario Europeo* per sorvegliare, in concerto con il *Sistema Europeo delle Banche Centrali* (le autorità di politica monetaria dei singoli paesi), sulla convergenza delle economie candidate all’ingresso nella moneta unica, basandosi su alcuni parametri di performance macroeconomica:

1. stabilità dei prezzi, ovvero un tasso d’inflazione prossimo (non oltre 1,5% in più) a quello dei tre paesi più virtuosi (ossia col tasso minore);
2. disavanzo pubblico in diminuzione e con un obiettivo massimo al 3% del PIL;
3. debito pubblico pari al massimo, o tendente, al 60% del PIL;
4. tasso di cambio stabile per almeno due anni secondo i criteri dello Sme;
5. tasso d’interesse a lungo termine stabili (e comunque non superiori del 2% a quelli dei paesi più virtuosi, ossia col tasso più basso).

Perché questi parametri hanno suscitato tanto dibattito, sia all’epoca della loro adozione, sia (e forse soprattutto) successivamente? Perché l’economia è una materia complessa, con forti interdipendenze verso la politica e la società e deve in qualche modo rispondere (seppure in maniera dialettica) alle esigenze dei cittadini, o quantomeno dei loro rappresentanti politici. Se ci troviamo di fronte ad una violenta crisi che

colpisce in maniera asimmetrica (ossia non tutte in maniera uguale) le economie dei paesi appartenenti all'unione monetaria, quali sono gli strumenti per reagire in modo da assicurare scelte anticicliche (ossia espansive quando il ciclo è negativo) e maggiore crescita per le aree più in difficoltà? Nessuno dei criteri di convergenza si poneva questo problema, come avevano sottolineato criticamente gli economisti americani. E nessun meccanismo decisionale era stato ideato per rispondere a questa eventualità. Con i vincoli si può governare un'economia in piena salute, non affrontare una crisi, che avrebbe bisogno di capacità politica discrezionale e strumenti adeguati.

Mentre la convergenza di tassi d'interesse, cambio ed inflazione fu favorita dal diffondersi di aspettative favorevoli sulla stabilità che la moneta unica avrebbe portato alle varie economie, rimanevano critici i parametri sullo stock di debito pubblico e sul disavanzo. Quest'ultimo, in particolare, preoccupava non poco i governi nazionali, che rischiavano di non poter espandere la spesa in caso di necessità (per rispondere cioè al ciclo economico e/o al ciclo politico-elettorale).

In realtà il parametro del 3% per il deficit non fu affatto fissato a caso, come a volte si crede. Al tempo, il tasso d'inflazione in Germania (il paese più virtuoso) oscillava intorno al 2% annuo; e la media del debito pubblico dei paesi europei era intorno al 60% del PIL. Da qui la regola del disavanzo (col limite al 3% del PIL), che deriva da una semplice considerazione: qual è il livello di disavanzo annuo che permette di non accrescere lo stock di debito pubblico? Ebbene, con un PIL reale che cresceva a ritmi del 3% annuo ed un tasso d'inflazione programmato pari al 2% (che diverrà anche il tasso d'inflazione-obiettivo per la BCE), ossia con una crescita monetaria del 5% annuo, il 5% del 60% di debito medio (ossia il 3%) era esattamente il tetto al quale il disavanzo non avrebbe avuto un impatto negativo sul (ossia aumentato il) debito. I parametri fiscali, nel giugno 1997, vengono codificati nel *Patto di Stabilità e Crescita* e diventano una guida per le finanze pubbliche dei paesi che intendano partecipare alla moneta unica, inizialmente, e poi rimanervi.

Abbiamo segnalato prima che esistevano altri meccanismi che si presumeva (forse, semplicemente, si sperava) avrebbero funzionato in modo automatico per riequilibrare eventuali tendenze verso lo sfioramento dei parametri.

Il primo ha a che fare con una teoria economica: la *teoria delle aree monetarie ottimali*. Si tratta di una teoria che cerca di dare una risposta alla seguente domanda: quali caratteristiche deve avere un territorio – indipendentemente dalle ripartizioni amministrative (i confini statali) – per poter gestire al meglio una moneta unica? Quali sono i criteri per capire se una nazione, o un gruppo di nazioni, o anche un’area più piccola di una nazione, è l’unità monetaria migliore per gestire una moneta? Nella letteratura economica sono stati individuati diversi criteri per verificare questa idea: mobilità dei fattori produttivi (soprattutto il lavoro); flessibilità dei prezzi (essenzialmente il salario); risposta sincrona al ciclo economico (se reagiscono allo stesso modo o meno a crisi e boom); grado di apertura commerciale, etc. Ebbene, uno degli elementi di maggiore perplessità sul funzionamento della moneta unica in Europa era che, tra i paesi europei, non sussiste praticamente nessuno dei criteri per realizzare un’*area valutaria ottimale*.

In Europa il lavoro è scarsamente mobile, al contrario degli USA; non esiste(va) flessibilità dei salari (la forza dei sindacati e della contrattazione collettiva in Europa è, o era, tradizionalmente molto forte); le reazioni dei vari paesi ai cicli economici sono tutt’altro che identiche (lo abbiamo visto con la crisi più recente). Insomma, secondo questi criteri (da osservare *ex-ante*, prima di decidere se procedere ad un’unione monetaria) i paesi europei non erano buoni candidati alla creazione di una moneta unica, che avrebbe rischiato, in presenza di shock asimmetrici (crisi che colpiscono non in modo uniforme i vari paesi), di far deflagrare o di acuire le rigidità del sistema, rendendo più costoso l’aggiustamento.

Ma se improvvisamente qualcuno viene a dire che in realtà i criteri sono *endogeni alla scelta politica di realizzare una moneta unica*, ossia che le condizioni di ottimalità si realizzano progressivamente e automaticamente, una volta deciso di procedere verso la moneta unica... il problema si risolve da sé! È la quadratura del cerchio. Questo è esattamente il messaggio che lanciarono con uno scritto del 1996, poi diffuso più ampiamente nel 1998, due economisti statunitensi, Frankel e Rose: i *criteri di ottimalità* di un’area monetaria, sostenevano i due autori, sono appunto *endogeni*, ossia *si realizzano naturalmente* una volta avviata la moneta unica: la moneta unica favorirebbe l’aumento della mobilità dei fattori, renderebbe i cicli più sincroni, aumenterebbe

l'apertura del commercio fra i paesi, etc. Insomma, forzando la mano ad un noto slogan, alcuni si erano convinti che *sarebbe bastato fare l'euro perché poi fossero fatti gli europei*. Questa teoria, chiaramente molto audace (e rivelatasi in gran parte errata), ebbe ovviamente grande successo negli ambienti di policy europei alla fine degli anni Novanta, quando l'euro era ormai pronto per essere adottato.

Il secondo meccanismo di aggiustamento nel quale riporre le speranze dipendeva da una visione ottimistica del comportamento dei mercati finanziari. Se un paese avesse deviato dal rispetto dei criteri di Maastricht, i mercati avrebbero richiesto un più elevato premio di rischio per collocare il suo debito pubblico (il ben noto *spread*), spingendolo così (questa era l'idea) ad adottare comportamenti virtuosi per evitare l'aggravio di costo. La disciplina imposta dai mercati avrebbe agito come freno preventivo alla spesa eccessiva, favorendo la convergenza macroeconomica.

Il terzo punto era che la disciplina fiscale avrebbe comportato anche crescita. Non era irragionevole immaginarlo, all'epoca. Il fatto è che quando l'economia mondiale tira, può anche essere (quasi) sufficiente preoccuparsi della disciplina fiscale. Quando invece l'economia mondiale si trova globalmente in recessione, la disciplina non è sufficiente a far ripartire la crescita, e servono stimoli fiscali e monetari coerenti, concertati e credibili.

Un quarto elemento è che un progetto di unificazione monetaria necessita di un forte e credibile impegno politico, che fu in effetti assicurato da un'adesione unanime ed entusiasta dei principali attori istituzionali dell'epoca all'iniziativa e dall'impegno a spingere l'acceleratore della creazione di un percorso costituzionale per dare alla UE le competenze e la legittimità democratica necessarie per sostenere l'impegno della moneta unica. Un impegno che il fallimento della Convenzione costituente nel 2005 fece improvvisamente venire meno, indebolendo ulteriormente la credibilità della costruzione monetaria europea.

Ebbene, a due decenni di distanza da quel periodo di speranza (e d'illusione) possiamo tirare qualche somma ed affermare che tutti i meccanismi di aggiustamento, ai quali ci si era largamente affidati per sperare che l'euro non subisse particolari scossoni, non hanno funzionato come previsto, o come sperato. I criteri di ottimalità di

un'area monetaria sono solo parzialmente endogeni: dipendono in maniera decisiva dai meccanismi della governance complessiva dell'area euro, niente quindi di automatico; la crisi ha messo in evidenza come l'austerità espansiva non funzioni in periodi di difficoltà globale (non basta la disciplina fiscale per alimentare la crescita); e i mercati non sempre operano in maniera neutrale rispetto alle scelte devianti dei paesi, essendo molto spesso proprio loro che (tramite comportamenti speculativi) finiscono per essere i primi ad innescare crisi finanziarie, costringendo i paesi a comportamenti devianti (o più devianti). E per quanto riguarda l'impegno politico, le reazioni nazionali incoerenti alla crisi del 2007-2012 hanno mostrato quanto esso fosse debole e in sostanza inconsistente.

La Banca Centrale Europea e l'€uro

Portata a termine la propria missione di gestire la transizione verso la moneta unica, dal 1° giugno del 1998 cessa di esistere l'*Istituto Monetario Europeo* e nasce la *Banca Centrale Europea*. I tassi di cambio fra i paesi aderenti vengono fissati in modo irrevocabile dal gennaio 1999. Non esistono più valute diverse, esiste l'euro; anche se il cittadino medio se ne accorge solo a partire dal 1° gennaio 2002, quando (completata la produzione di banconote e monete) entra fisicamente nelle nostre tasche, sostituendo le divise nazionali.

Come funziona la BCE

La Banca Centrale Europea è un organo della UE con una struttura di governance sostanzialmente federale. Lo Statuto della BCE è stato adottato ed è emendato dal Consiglio Europeo che ne assicura indipendenza, responsabilità e trasparenza.

La sua governance è assicurata da tre organi:

- *Consiglio direttivo*, che comprende il *comitato esecutivo* ed i governatori delle banche centrali nazionali dell'eurozona, con potere decisionale;

- *Comitato esecutivo*, che include Presidente, Vice-Presidente ed altri 4 membri nominati per 8 anni dal Consiglio UE e gestisce gli affari correnti della Bce;
- *Consiglio generale*, comprendente Presidente, Vice-Presidente e governatori delle banche centrali di tutti i paesi UE, con funzioni consultive e di coordinamento.

L'obiettivo della politica monetaria, fissato dallo Statuto concordato fra i Capi di Stato e di Governo, è mantenere il livello d'inflazione ad un livello inferiore ma prossimo al 2%.

Gli strumenti che ha a disposizione per implementare questo obiettivo sono vari e vale la pena citare almeno i seguenti:

- operazioni di rifinanziamento, con le quali la Bce eroga linee di credito nei confronti delle banche commerciali, fissando anche in tal modo i tassi d'interesse guida per l'intero sistema bancario dell'eurozona;
- operazioni di mercato aperto, con le quali la Bce, operando come un qualsiasi agente di mercato su titoli ed obbligazioni (è vietato tuttavia l'acquisto dei titoli del debito pubblico dei vari paesi per non configurarsi come 'salvataggio' di paesi in difficoltà finanziaria, espressamente vietato), accresce o restringe la liquidità presente nel sistema, influenzando così anche i tassi d'interesse;
- operazioni non convenzionali, come gli acquisti straordinari di titoli messi in campo dal 2014 in poi per fronteggiare la speculazione asimmetrica contro i debiti sovrani dell'eurozona (*quantitative easing*).

Vediamo, al di là degli aspetti organizzativi, come ha effettivamente operato la Bce nei suoi primi vent'anni di vita.

La sfortunata nascita dell'€uro

Come abbiamo segnalato, l'euro entra nelle nostre tasche il 1° gennaio 2002 ma nasce formalmente il 1° gennaio 1999, quando le parità tra le monete che lo compongono vengono dichiarate irrevocabilmente fisse e diventa impossibile avere una politica monetaria e del cambio autonoma a livello nazionale. Insomma, per tre anni in tasca abbiamo ancora lire, ma è come se avessimo *pezzi di euro*.

Questo scarto temporale è stato causa di non pochi problemi e fraintendimenti per la percezione dell'euro da parte dell'opinione pubblica, soprattutto in Italia, sulla valutazione degli effetti positivi o negativi della nuova moneta. Per questo, vale la pena soffermarsi brevemente sulle vicende che hanno caratterizzato la sua nascita, anche per comprendere le ragioni esatte della sensazione di perdita del potere d'acquisto che l'euro avrebbe indotto.

All'inizio (1° gennaio 1999), l'euro viene scambiato ad 1,08 contro il dollaro, sostanzialmente in parità. Nei mesi immediatamente successivi, la BCE lascia che l'euro si deprezzi contro il dollaro fino al minimo storico di 0,83 raggiunto il 6 luglio del 2001. Il deprezzamento dell'euro viene agevolato dalla BCE per favorire le esportazioni dall'area dell'euro e quindi la ripresa dopo gli anni della difficile convergenza macroeconomica necessaria per accedere alla moneta unica. Ma nel settembre 2001 accade qualcosa, destinato a cambiare la gestione e le sorti dell'economia e della politica mondiali: l'attacco alle Twin Towers (e al Pentagono). La sfida del terrorismo internazionale ed i conflitti armati immediatamente successivi scatenano un rialzo impressionante del costo del greggio. Da quel momento in poi l'euro comincia ad apprezzarsi, fino al massimo del luglio 2008 a 1,599 (il doppio) contro il dollaro. Guarda caso, sempre nel luglio 2008, abbiamo anche il picco del petrolio, 145 \$/barile (nel 1999 il prezzo medio era stato di 17,97\$ al barile).

Data la concomitanza degli eventi, sembra piuttosto evidente che la BCE abbia manovrato il valore esterno della moneta (coerentemente col suo mandato di garante della stabilità dei prezzi) in modo da aggiustarne il valore per tentare di neutralizzare il più possibile l'effetto dello shock petrolifero, oltre che di un rialzo generalizzato dei prezzi delle materie prime dovuto all'eccezionale aumento della domanda mondiale, trainato in particolare dalla crescita cinese.

Indipendentemente dal giudizio che possiamo dare di quella scelta, nei dieci anni dal 1999 al 2008 subiamo uno shock petrolifero potenzialmente più grave di quello, ampiamente celebrato, degli anni Settanta; e quasi non ce ne accorgiamo in Europa, perché gran parte dello shock viene assorbita dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro (con cui in larga parte paghiamo il petrolio). Questo aumento (calmierato dall'euro) determina nell'opinione pubblica europea la percezione di una

perdita di potere d'acquisto (che effettivamente si verifica a causa del rialzo di petrolio e materie prime), concomitante con i primi anni di esistenza della moneta unica, che però l'euro ha arginato, non agevolato; il potere d'acquisto sarebbe potuto diminuire molto di più se non avessimo avuto la BCE e l'euro!

La concomitanza dei due eventi (l'euro che entra in circolazione e lo shock petrolifero) è devastante per la percezione che abbiamo avuto del ruolo dell'euro nel peggioramento del nostro tenore di vita. In realtà, al di là delle apparenze, l'euro ci ha salvato dall'impatto (ancora peggiore) che l'aumento dei costi energetici e delle materie prime avrebbe potuto avere sul potere d'acquisto delle famiglie.

Ed esiste un'altra concomitanza negativa, in questo caso specifica per il nostro paese. Proprio nel 2001 entra in carica un nuovo governo, che cancella gli osservatori sul *change-over* già previsti presso le prefetture (quelli che avrebbero dovuto vigilare sul rispetto dei tassi di cambio nel passaggio dalla lira all'euro a 1.936,27 e denunciare eventuali cambiamenti di prezzo non coerenti con la parità stabilita). In questo modo, di fatto, è stato dato il via libera ad una colossale manovra inflattiva, che nel giro di pochi anni ha determinato effetti redistributivi devastanti a carico dei percettori di reddito fisso.

Al di là di quello che raccontano le statistiche ufficiali sulla rilevazione dei prezzi al consumo (fortemente dipendenti dalle tipologie di articoli inseriti nel paniere ISTAT e dal sistema dei pesi attribuiti a ciascuna voce), tutti noi ci siamo resi conto che il tasso di cambio effettivo fra lira ed euro nei prezzi al consumo si stava orientando verso $1.000\text{£}=1\text{€}$ (invece che $1.936,27\text{£}=1\text{€}$), determinando quindi in alcuni casi un'inflazione pari al 100%. È stata questa inflazione che ha fatto crollare il potere d'acquisto di gran parte delle famiglie.

Una manovra redistributiva, attuata con l'occasione del cambio di moneta, che ha dimezzato il potere d'acquisto dei percettori di redditi fissi (stipendi e pensioni, ossia la maggior parte del paese) e che, tramite la diminuzione della domanda innescata da tale collasso (oltre che dagli effetti della crisi petrolifera, seppure *attenuata* dall'euro), si è poi trasmessa a tutti i settori dell'economia. E di cui hanno risentito negli anni anche le imprese, soprattutto quelle orientate alla vendita sui mercati nazionali, data la minore domanda per consumi; oltre che, pian piano, anche quelle orientate ai mercati globali, a causa dell'aumento dei

prezzi interni. Insomma, uno shock negativo sulla domanda aggregata (sia sui consumi, sia sulle esportazioni potenziali) di dimensioni preoccupanti.

Ricapitolando: shock petrolifero e mancato controllo dell'inflazione (specifico all'Italia), hanno generato la maggior parte dello scetticismo e dell'avversione (completamente ingiustificate) nei confronti dell'euro.

La crisi e la tregua

Nel 2001, l'attacco alle torri gemelle mina la fiducia nelle istituzioni statunitensi. Occorre una reazione. Oltre ad avviare una campagna politico/militare contro il terrorismo, le autorità Usa decidono di iniettare liquidità nel sistema economico, spingendo verso un nuovo sogno americano: l'acquisto della casa per tutte le famiglie. Un obiettivo di lungo periodo, prezioso quindi per stabilizzare la fiducia dei cittadini nelle istituzioni pubbliche. La Fed (la Banca Centrale americana) abbassa il tasso di sconto di 5 punti percentuali in pochi mesi, permettendo l'accesso al credito di famiglie con situazioni patrimoniali non proprio solide e reddituali precarie. Mass-media ed istituti di credito promuovono in maniera massiccia l'acquisto degli immobili.

Ma l'inflazione da costi per le nuove spese a carico del bilancio pubblico e l'aumento del costo delle materie prime spingono dopo pochi anni la Fed ad un brusco rialzo dei tassi d'interesse per raffreddare l'inflazione. Molte famiglie americane si trovano a non poter più far fronte agli impegni sui mutui; e lasciano le proprie case alle banche, determinando un crollo dei valori immobiliari. È la crisi. Una crisi finanziaria, innescata dai mutui subprime (non assistiti da sufficienti garanzie patrimoniali e/o reddituali), che si è trasmessa rapidamente alla maggior parte del sistema finanziario internazionale. Questo perché i mutui erano stati frazionati e riassetblati in *titoli derivati*, il cui grado di rischiosità intrinseca diventava più difficile da valutare; e in tal modo erano stati immessi e scambiati sul mercato finanziario mondiale. Il fallimento della *Lehman Brothers* (15 settembre 2008) getta nel panico milioni di risparmiatori, portando ad una corsa agli sportelli per ritirare denaro. L'effetto domino si concretizza in pochi giorni. Il crollo della fiducia determina un congelamento del mercato interbancario, che porta ad un *credit crunch* (una contrazione del credito) senza precedenti. Nessuno

osa impiegare le proprie risorse finanziarie in condizioni d'incertezza totale.

La risposta delle istituzioni pubbliche è anch'essa senza precedenti. I governi varano massicci interventi di spesa pubblica per il salvataggio delle banche e per la ripresa delle attività economiche; e le principali Banche Centrali del mondo concordano un'iniezione di liquidità per svariate migliaia di miliardi di euro (circa 4.000 miliardi). Si tratta di capitali che dovrebbero dare fiato al sistema bancario e permettere allo stesso tempo una ripresa dell'attività creditizia a favore dell'economia reale. I capitali tuttavia restano imbrigliati nelle maglie del sistema bancario, in presenza di una profonda crisi di fiducia sulla bontà dei titoli in portafoglio e sulle prospettive di ripresa dell'economia. Le banche si limitano a depositare i fondi erogati dalla banca centrale presso i conti che detengono proprio presso le banche centrali! In questo modo l'iniezione di liquidità ha un effetto nullo sul sistema economico.

Questa massa di moneta in attesa di uno sbocco è un potenziale elemento di ulteriore destabilizzazione del sistema finanziario, perché in presenza di incertezza sull'andamento dell'economia reale i capitali delle istituzioni finanziarie tendono a concentrarsi su operazioni speculative di breve periodo, piuttosto che su impieghi legati ad investimenti produttivi, aumentando in tal modo l'esposizione del sistema stesso alla volatilità degli umori di mercato.

Nel frattempo, i salvataggi bancari da parte dei bilanci pubblici aggravano l'esposizione degli Stati, trasformando *debito estero* contratto per sanare deficit strutturali di bilancia dei pagamenti in *debito sovrano*. È in questo quadro che scoppia, tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010, il caso della Grecia. A fine 2009 risulta chiaro che la Grecia ha inviato a Bruxelles dei bilanci truccati: è lo stesso neo-premier Papandreou a paventare il rischio di default. In particolare, il deficit è annunciato al 12,7% del PIL e lo stock di debito pubblico (in gran parte detenuto da istituti di credito tedeschi e francesi) risulta essere pari al 129% del PIL, entrambi in forte crescita rispetto agli anni precedenti e rispetto alle proiezioni già comunicate (e soprattutto fuori dai parametri del *Patto di Stabilità*). Le agenzie di rating iniziano il *downgrading* dei titoli pubblici greci, chiedendo un premio di rischio sempre più alto (lo *spread*, rispetto al titolo di riferimento, il *Bund*, il titolo emesso dal Tesoro tedesco) per il loro collocamento sul mercato.

Un paese facente parte dell'euro che si trova a non rispettare (in maniera plateale) i parametri per la sua partecipazione all'unione monetaria è l'ideale per chi cerca occasioni di speculazione sul mercato dei capitali. Gli investitori iniziano a convincersi che la Grecia potrebbe essere costretta ad uscire dall'euro. Nel luglio 2011 Moody's taglia molto incautamente il rating del debito pubblico greco al livello di "default certo". I mercati iniziano a pretendere tassi sempre più elevati per acquistare il debito pubblico greco, fino al picco del 34% di spread rispetto al *Bund* tedesco a fine 2012.

Quando una moneta rischia di saltare, anche se solo rispetto ad un'economia di dimensioni non troppo rilevanti come la Grecia, dove il PIL corrisponde a circa 1,2% di quello europeo (dati Eurostat 2014), il rischio di contagio è altissimo. Irlanda, Portogallo, poi Spagna (già in difficoltà per il sostegno pubblico al settore bancario) vengono sottoposti ad altrettante pressioni speculative. Ritorna in auge l'acronimo ambiguo (visto che in inglese ha il significato dispregiativo di *maiali*) 'PIGS', per descrivere i paesi (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna) che, così raccontavano un certo tipo di stampa e di ambienti politici dei paesi nordici, avrebbero vissuto al di sopra delle proprie possibilità, indebitandosi oltre il consentito nella speranza che fossero altri a sostenere il costo del debito.

In termini più seri, si sosteneva che questi paesi siano caratterizzati da una scarsa produttività dei fattori e quindi da basse prospettive di crescita; ma poiché la capacità di essere solvibili col debito pubblico elevato dipende proprio dalle prospettive di crescita, si teme che il debito di questi paesi vada fuori controllo e che siano quindi destinati al fallimento. Non potendo ricorrere all'espansione monetaria, come invece possono fare Stati sovrani come il Giappone e l'Inghilterra (con un debito pubblico ben più pesante di quello greco), dato che l'autorità monetaria è centralizzata a livello di zona euro e la BCE non ha facoltà di acquistare direttamente titoli del debito pubblico degli Stati per frenare attacchi speculativi, si teme che questi paesi siano costretti ad uscire dalla moneta unica.

Qui emerge come il vero problema specifico della crisi dei debiti sovrani nella zona euro sia ascrivibile principalmente alle debolezze della governance (non solo economica) europea, con una politica monetaria unica e caratterizzata da vincoli che nessuna banca centrale al mondo

possiede (che le impediscono di essere credibile fino in fondo nello scoraggiare attacchi speculativi); e politiche fiscali e di bilancio nazionali, fra loro anche profondamente incoerenti, senza alcun meccanismo di solidarietà o di perequazione, come avviene invece in tutti i sistemi federali esistenti, ma vincolate solo da regole rigide che non consentono interventi anticiclici.

Se si guarda ai dati del debito federale e dei vari Stati nazionali che ne fanno parte negli Stati Uniti in confronto a quelli del bilancio UE e di quelli nazionali in Europa, negli anni della crisi e in quelli immediatamente successivi, si rimane colpiti da una differenza abissale, che spiega gran parte della resilienza del sistema economico USA rispetto a quello UE alle crisi. La spesa federale negli USA ha fornito un deciso stimolo anticiclico a fronte della diminuzione del PIL (e quindi delle entrate): fra il 2007 e il 2010 la spesa federale aumenta dal 21% a quasi il 28% (mentre gli introiti diminuiscono da poco meno del 20% a circa il 15%), così come (anche se in misura minore) le spese nazionali aumentano di un paio di punti percentuali.

In Europa il bilancio sovranazionale è fissato a poco meno dell'1% del PIL europeo, senza alcuna possibilità di modificarlo in tempi rapidi (si fonda su accordi pluriennali e deve essere votato all'unanimità); sono quindi i bilanci nazionali a dover sopportare tutto il carico delle politiche anticicliche per far fronte alla recessione con l'aumento della spesa, con un'efficacia inferiore e con il conseguente aggravarsi della situazione debitoria dei singoli paesi. E infatti, al contrario di quanto accade nel resto del mondo, dove si assiste in pochi anni ad una ripresa dei fondamentali economici, a dimostrazione che l'iniezione di liquidità funziona, in Europa le condizioni si deteriorano rapidamente ed ulteriormente, anche se in maniera asimmetrica. Si noti, a questo proposito, che l'andamento dei tassi ufficiali di disoccupazione in Europa nel periodo 2004-2015 appare chiaramente e più gravemente correlato con la crisi dei debiti sovrani nell'eurozona che con quella finanziaria internazionale.

Appare evidente anche come gli effetti più pesanti in termini reali siano iniziati nel corso della crisi finanziaria ma siano stati poi nettamente amplificati dall'innesto, su di essa, della speculazione sui debiti sovrani che, con l'innalzarsi dello spread e le misure di austerità, hanno determinato il peggioramento (in alcuni casi drammatico) delle variabili

reali. La reazione dei governi europei (rappresentati dal loro organo collegiale, il Consiglio) alla speculazione è debole, improntata all'indicazione che ciascuno debba fare bene i compiti in casa propria, e che se esiste un problema specifico per alcuni paesi, essi debbano mettere in atto le misure per convincere i mercati che le loro finanze sono stabilmente sane o comunque risanabili.

Non è tanto la Grecia in sé che fa paura, ma il contagio che può innescare. Soprattutto se quel contagio giunge ad un paese di dimensioni economiche e di rilevanza politica assolutamente non confrontabile con gli altri paesi coinvolti: l'Italia (con un PIL pari quasi al 12% della UE e uno stock di debito intorno al 130% del PIL, ossia pari a quasi il 16% del PIL della UE28!). Da qui, talvolta, l'estensione dell'acronimo visto in precedenza a 'PIIGS' (con l'aggiunta dell'Italia). Gli aneddoti raccontano che Obama suggerisca alla Germania di salvare la Grecia, acquistando collegialmente, a livello europeo, il suo debito pubblico. Ma la Merkel appare irremovibile: ad ognuno le sue responsabilità, che nel caso greco appaiono essenzialmente dovute alla "negligenza" dei governi greci.

Per finanziare i problemi di liquidità della Grecia (ed assicurare il rimborso dei crediti delle banche francesi e tedesche, notevolmente esposte sul debito greco) intervengono BCE, FMI e Commissione Europea (la cosiddetta *troika*); ma per erogare credito pretendono il rispetto di condizioni pesanti. Vengono imposte misure di austerità, nella speranza che la teoria dell'*austerità espansiva* si avveri: teoricamente, riducendo il debito pubblico con misure drastiche di contenimento della spesa pubblica si convincono i mercati ad abbandonare la speculazione e si creano aspettative positive sul futuro, tali da far diventare realistica una diminuzione della pressione fiscale, così che le famiglie sono tentate dal consumare di più e le imprese ad investire, mettendo così in moto nuovamente la crescita. Una scelta di politica economica azzardata. Che in realtà fallisce.

Il contagio si diffonde rapidamente. Mentre i PIIGS si avvitano in una spirale di austerità e debito crescente, e gli istituti di credito si affrettano a ridurre la loro esposizione nei confronti soprattutto della Grecia, l'Europa sta a guardare. Al Vertice del 25-26 Marzo 2010 il Presidente del Consiglio Europeo Van Rumpuy avvia una Task Force per riformare l'EMU, l'*Unione Economica e Monetaria*, chiedendo un più stretto coordinamento delle politiche economiche. Nel maggio 2010 viene

istituita l'EFSF, la *European Financial Stability Facility*, a valere sul bilancio europeo (e gestita dalla Commissione), con l'obiettivo di fornire assistenza finanziaria a breve termine in situazioni di emergenza, attraverso l'emissione di titoli sul mercato finanziario. Al Vertice del 28-29 Ottobre 2010 la proposta di EFSF da parte del Presidente del Consiglio Europeo Van Rumpuy viene annacquata, anche se apparentemente ci si pone un obiettivo di più lungo periodo: creare un apposito fondo (che prenderà avvio nell'ottobre 2012), lo *European Stability Mechanism*, costituito per assicurare permanentemente la gestione di emergenze finanziarie con una struttura di capitale ben più solida dell'EFSF.

Allo stesso tempo, questa maggiore 'potenza di fuoco' ha un prezzo: il fondo non è più sottoposto alla gestione della Commissione, ma è un fondo intergovernativo, dove al solito prevalgono le logiche del consenso diplomatico e la legge del più forte (e nel quale quindi l'influenza tedesca può avere la meglio sugli interessi collettivi). Mentre i *policymakers* danno prova di incertezze, debolezze e di incapacità di affrontare collegialmente un problema che rischia di mettere a repentaglio l'intero progetto comune europeo, in ambito accademico si aprono due fronti di riflessione, che spesso si confondono nel dibattito pubblico, contribuendo a rendere ambigue ed incerte le prospettive di uscita dell'Europa dalla crisi.

Il primo ha a che fare col problema della *mutualizzazione dei debiti* (cioè accollarsi il debito pubblico dei vari paesi membri all'interno di un grande calderone di debito pubblico europeo); il secondo con l'esigenza di *aumentare la domanda aggregata per investimenti produttivi*, in un contesto di impossibilità di farlo ricorrendo ad un ulteriore indebitamento sui bilanci nazionali. Sono temi ben diversi fra loro, accomunati tuttavia, purtroppo, da un eccessivo uso di termini fra loro troppo simili, spesso identici, legati a concetti come *euro-bond*, *project-bond*, *union-bond*. L'idea più realisticamente realizzabile, tuttavia, è quella di sfruttare la forza dell'euro sul mercato dei capitali per emettere titoli di debito pubblico europei, (a tassi d'interesse presumibilmente bassi, vicini a quelli sul debito tedesco) per sostenere investimenti produttivi collettivi: infrastrutture, innovazione, energie rinnovabili, etc. Naturalmente, niente di tutto ciò viene attuato. Alla discrezionalità intrinseca nell'uso di questi strumenti di politica economica si preferisce

un doppio binario d'interventi: la politica fiscale viene ingabbiata in un insieme di regole (che stabiliscono la cornice normativa della *governance economica*, che vedremo da vicino nel prossimo paragrafo); la politica monetaria viene gestita in maniera "creativa" dalla BCE nell'ottica di guadagnare tempo, per permettere ai governi di realizzare le riforme necessarie per riprendere in maniera più seria e credibile il percorso di integrazione europea. L'arrivo di Draghi alla guida della Bce coincide con la svolta "politica" della Banca Centrale Europea, agevolandola.

Nell'estate 2012 il livello dei saldi nel sistema di compensazione dei pagamenti nell'eurozona allargata (il Target 2, che funziona da camera di regolazione dei saldi di bilancia dei pagamenti in Europa), raggiunge asimmetrie preoccupanti. I saldi commerciali della Germania (ai quali si aggiungono, in misura minore ma comunque consistente Olanda, Lussemburgo, Finlandia, etc.) superano i 700 miliardi di euro, ai quali corrispondono analoghi deficit di Italia, Spagna, Irlanda, Grecia, etc.

Il sistema funziona con crediti e debiti all'interno del sistema ma nessuno obbliga una banca centrale nazionale a regolare i propri saldi, positivi o negativi, con le altre banche centrali. Per questo, l'accumularsi di debiti e crediti nel Target 2 (che, è bene ricordarlo, è un sistema puramente contabile) è lo specchio di una sfiducia crescente nelle altre banche centrali appartenenti al sistema. Una situazione che, se a livello aggregato risulta potenzialmente in perfetto equilibrio e sarebbe gestibile in maniera semplice se la Banca Centrale Europea avesse, come negli Stati Uniti, la facoltà di intervenire direttamente per acquistare e vendere tali saldi, in assenza di questo potere, cela al suo interno un potenziale disastroso.

I crescenti squilibri interni all'area dell'euro suggeriscono che sia diventato urgente (e convenga a tutti) fare un passo per la soluzione degli squilibri. Anche la Germania rischia che, con l'eventuale abbandono dell'euro da parte di qualche paese, i propri crediti perdano improvvisamente valore.

Nel giugno 2012 il Vertice di Bruxelles cerca di assumersi una responsabilità d'indirizzo politico. Vara un pacchetto di riforme volte a promuovere maggiore crescita: a) concordando un sistema di vigilanza comune nell'eurozona e compiendo un passo verso il ripristino della stabilità; b) istituendo il *fondo salva-Stati*, che si spera possa contribuire direttamente al rifinanziamento delle banche in difficoltà; c) dando

mandato al presidente del Consiglio Europeo Van Rompuy di definire, in collaborazione con i presidenti di Commissione, Eurogruppo e BCE, un programma per una più forte unione economica e monetaria, che sfocerà poi nella *Roadmap* del dicembre 2012; e d) approvando un patto per la crescita e l'occupazione con investimenti per 120 miliardi di euro a favore dell'economia, che faranno poi parte integrante del *Piano Juncker*, lanciato nel 2014, volto a catalizzare risorse private per finanziare investimenti in settori innovativi.

Ma soprattutto viene raggiunto un accordo politico per dare il via libera alla BCE di estendere la propria capacità di intervento a misure non convenzionali. Il 26 luglio 2012 il Presidente della BCE Mario Draghi potrà così presentarsi ad una Conferenza finanziaria internazionale a Londra affermando: "The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough". Una frase perentoria, che i mercati colgono subito come un segnale credibile che disincentiva la speculazione.

Nel giro di pochi mesi, lo spread sui titoli italiani si riduce da 518 a circa 150 punti base (qui di seguito l'andamento dello spread sui titoli italiani e su quelli spagnoli negli anni a venire), nonostante la caduta del governo Monti, la crisi politica e scenari macroeconomici incerti. La crisi sembra arginata. La Banca Centrale Europea, tramite strumenti d'intervento non convenzionali, compra del tempo perché i governi nazionali facciano le riforme necessarie a ridare credibilità al progetto europeo, modificando i meccanismi di governance e lanciando segnali inequivocabili di fiducia ai mercati. Il che, tuttavia, ancora oggi, non è avvenuto.

Gli strumenti della governance economica nella UE

L'attuale struttura della governance economica dell'euro è figlia dell'*emergenza* e della *codardia*. L'*emergenza* dettata da una crisi che (al suo apice nel 2011), amplificata dalla speculazione finanziaria contro i debiti sovrani dell'eurozona, rischia di sbriciolare la moneta unica; la *codardia* è quella dei governi nazionali, i quali non intendono rinunciare alle loro prerogative di esercizio della sovranità nazionale per creare uno spazio di sovranità condivisa; ed affidano nuovamente a regole e vincoli

la regolazione dei rapporti economici fra loro. Invece che compiere un salto di qualità nell'ideazione di organismi legittimi e rappresentativi dei cittadini europei e dei loro interessi, i governi guardano ai loro singoli interessi di potere e di consenso nazionale, perdendo l'occasione di realizzare decisioni politiche collettive e gettando a mare qualsiasi tentativo solidaristico.

Gli strumenti

La governance economica dell'Unione Europea è un complesso ed articolato sistema di dispositivi normativi che spaziano, quanto a natura giuridica, dal trattato al regolamento.

La governance economica nell'eurozona è oggi (autunno 2019) il risultato di una serie di strumenti legislativi tra i quali occorre ricordare, oltre al *Semestre di Presidenza*: il *Trattato di Lisbona*, il *Six Pack*, il *Treaty of Stability, Coordination and Governance* (noto come *Fiscal Compact*), il *Two Pack*, lo *European Stability Mechanism*, la *Banking Union*. Si tratta di un complesso sistema di norme che dovrebbero rientrare nei Trattati e che vorrebbero costituire un insieme coerente di gestione dell'economia europea. In realtà non è così. La sensazione è che in presenza di regole di questa natura non fosse – e non sia ancora oggi – possibile far altro che sperare che il mito dell'austerità espansiva funzionasse/i.

La tesi dell'austerità espansiva, riconducibile in gran parte agli studi di Alesina e Giavazzi, sostiene che in una fase di crisi occorre diminuire il peso del debito pubblico (austerità) per riacquisire la fiducia dei mercati che, tornando ad investire nel paese, assicurano la ripresa economica (espansione). Inoltre, secondo una logica ampiamente utilizzata in passato dal *Fondo Monetario Internazionale*, la diminuzione del reddito conseguente all'austerità, facendo diminuire le importazioni, migliorerebbe il saldo della bilancia dei pagamenti (perché le importazioni dipendono direttamente dal reddito), quindi i conti con l'estero del paese, rilanciando la crescita.

Ebbene, in mancanza di un potere discrezionale di scelta a livello europeo, senza poter intervenire sui bilanci nazionali per reflazionare l'economia (per non peggiorare la percezione di solvibilità da parte dei mercati), non sussistevano alternative a sperare che l'austerità espansiva funzionasse davvero. Cosa che, purtroppo, non è accaduta. In economia le aspettative giocano un ruolo determinante: e l'austerità ha

semplicemente spinto le imprese a diminuire ulteriormente gl'investimenti (attendendosi una diminuzione della domanda per consumi) che, insieme alla effettiva diminuzione di consumi, hanno depresso la domanda aggregata ed il reddito in misura ancora maggiore, gettando ulteriori ombre sulla possibilità che i debiti pubblici potessero essere sostenibili ed avvitando l'eurozona in una spirale senza vie d'uscita apparenti.

Ma vediamo adesso in dettaglio quali sono gli strumenti della governance economica europea.

Semestre Europeo

Già prima del *Trattato di Lisbona* era previsto il rafforzamento della convergenza fra le economie europee tramite il coordinamento delle loro scelte di politica economica. Prima del 2011, quando viene adottato il *Semestre Europeo*, ci si affidava all'*Open Method of Coordination*, in sostanza una negoziazione di obiettivi comuni che poi ciascuno Stato s'impegnava ad implementare in maniera autonoma; e che non prevedeva forme vincolanti. Col *Semestre Europeo* il coordinamento diventa più stringente e prevede di sottoporre ogni sei mesi all'Unione il proprio programma economico e di bilancio, così come le possibili criticità macroeconomiche (attraverso la cosiddetta *Macroeconomic Imbalance Procedure*), che possono essere seguite da raccomandazioni, relazioni e perfino sanzioni da parte della Commissione (le procedure d'infrazione). Ogni programma economico deve seguire le indicazioni fissate ogni anno a settembre dal Presidente della Commissione nel discorso sullo *State of the Union* e seguite poi dalla cosiddetta *Annual Growth Survey*, adottata a novembre.

Six Pack

Six Pack in inglese fa riferimento agli addominali "a tartaruga", quindi ad una condizione di fitness perfetto. Anche in campo economico, la UE ha adottato il *Six Pack* con lo scopo di rafforzare, teoricamente, le economie europee in modo da renderle più forti e resistenti. Con questo termine s'intende un insieme di cinque regolamenti ed una direttiva coi quali nel 2011 la Commissione è stata dotata del potere di verifica dell'esistenza

di squilibri macroeconomici (essenzialmente sui parametri di debito e deficit) e di imporre ad un paese la loro eliminazione.

Treaty of Stability, Coordination and Governance (Fiscal Compact)

Come è noto, a fine 2011 veniva concordata l'adozione, o meglio l'inserimento nelle costituzioni di ciascuno Stato membro, di un documento che richiamava i vincoli fiscali del *Patto di Stabilità e Crescita*, imponendo in caso di sfioramento del parametro sul debito un rientro al limite del 60% sul PIL su un orizzonte temporale di vent'anni. Un provvedimento fortemente criticato per la sua natura depressiva e rigida, che non consente di mettere in campo scelte anticicliche e che avrebbe senso solo laddove esistesse una capacità fiscale autonoma con valore anticiclico e redistributivo a livello sovranazionale, come è nella maggior parte dei paesi a struttura federale (dove gli Stati sub-federali devono mirare al pareggio di bilancio, ma in caso di difficoltà interviene con un'espansione fiscale il governo federale).

Two Pack

Si tratta di altri due documenti per rafforzare la vigilanza sui bilanci nazionali europei accrescendo la trasparenza delle decisioni di bilancio, rafforzando il coordinamento nella zona euro e riconoscono alcune specifiche necessità degli Stati membri oggetto di forti pressioni finanziarie. Introducono un calendario per la presentazione dei bilanci nazionali e indicano nella metà di ottobre la presentazione, da parte di ciascuno Stato membro, del documento di bilancio.

European Stability Mechanism

Nel 2010 la Commissione, per far fronte alla crisi finanziaria, vara la *European Financial Stability Facility*. Uno strumento d'intervento volto ad attivare l'aiuto europeo in caso di forti difficoltà finanziarie.

Nel 2012 i Capi di Stato e di Governo varano uno strumento più potente di assistenza finanziaria, ma fuori dalle regole dell'Unione, ossia sottoposto ad un'agenzia gestita dai governi, che assume decisioni con un voto ponderato e maggioranze dell'85% (Francia, Germania ed Italia, detenendo una quota superiore al 15% hanno così il diritto di veto sulle decisioni collegiali). Ha una capacità massima di erogazione finanziaria

fissata in 500 (in prospettiva 700) miliardi di euro, anche se solo una piccola parte di tale somma è stata effettivamente versata (80 miliardi). Può intervenire, anche sul mercato primario, per l'acquisto dei titoli di Stato dei paesi aderenti. Ad oggi, solo due interventi sono stati attivati: a favore di Spagna e Cipro per la ricapitalizzazione dei loro sistemi bancari e finanziari.

Unione bancaria

L'unione bancaria è un percorso ancora in costruzione. Il suo scopo principale è rendere il sistema bancario europeo più resiliente a perturbazioni di carattere speculativo ed all'avvitarsi del circolo vizioso fra rischio di default del debito pubblico e rischio di default bancario. Vediamo adesso come funziona.

Il primo pilastro dell'unione bancaria è il cosiddetto *single supervisory mechanism* (meccanismo unico di vigilanza) che di fatto ha spostato la vigilanza bancaria dal livello nazionale a quello europeo (su 123 istituti di credito maggiori, con una quota dell'85% del risparmio gestito in Europa), mettendolo nelle mani della Bce e del Sistema Europeo delle Banche Centrali. Entrato in vigore nel 2013 (ma attivo dall'anno successivo), si basa sull'adozione di un *Single rulebook*, ossia un sistema contabile e di norme vincolanti (rispetto ad esempio ai criteri di capitalizzazione) valido in tutta l'area.

Il secondo pilastro sul quale si fonda l'unione bancaria è il *single resolution mechanism*, (meccanismo unico di risoluzione); è entrato in vigore nell'agosto 2014 ed andato a regime (anche se non pienamente) nel 2016. Esso consiste in una serie di procedure che consentono di salvare una banca in dissesto finanziario; in prospettiva con un *fondo unico di risoluzione* europeo (che costituisce il terzo pilastro e a regime, nel 2025, dovrebbe essere dotato di circa 55 miliardi di euro), finanziato da tutte le banche dei paesi aderenti all'Unione bancaria. Fornendo una risposta collettiva, europea alla crisi di un singolo istituto, dovrebbe evitare la corsa agli sportelli in caso di difficoltà (che aggraverebbe la già precaria situazione finanziaria di un istituto in crisi di liquidità). Inoltre, il salvataggio (o la "risoluzione") di una banca in crisi non verrebbero più a pesare sul bilancio pubblico del paese di appartenenza.

Criticità della governance e opportunità di riforma

Il dibattito sulla riforma della governance economica europea è nato insieme agli strumenti di governance stessi. Dal 2011 fino ai giorni nostri la discussione accademica ha individuato alcune criticità, naturalmente non valide per tutti i paesi, che devono essere risolte se non intendiamo smantellare quanto fino ad oggi conquistato con l'integrazione europea. Riassumendo le più importanti:

- è vero che la sorveglianza macroeconomica (ossia sostanzialmente il rispetto di sane condizioni di finanza pubblica, o tendenzialmente tali) è stata rafforzata, ma la capacità di *enforcement* delle decisioni collettive è ancora affidata al voto all'unanimità del Consiglio Europeo, che decide in ultima istanza in materia di sanzioni per comportamenti devianti;
- inoltre: non è di fatto possibile implementare politiche anticicliche per l'intera area dell'euro, perché manca uno strumento destinato a tale scopo nel bilancio europeo (ed anche una espansione coordinata a livello nazionale si scontra con i vincoli di bilancio dettati dalla regole europee);
- non è consentito affrontare in maniera differenziata (per tener conto delle differenze fra i paesi) ed allo stesso tempo coordinata (per tener conto della necessità di un'azione strategica complessiva e non contraddittoria) gli shock asimmetrici, ossia che hanno un impatto diverso fra i vari paesi;
- le misure restrittive sono estranee a qualsiasi scelta democratica dei cittadini europei, dipendendo da una volontà che si esprime collegialmente solo all'unanimità (in alcuni caso l'85%) dei voti dei governi nazionali in seno al Consiglio;
- il bilancio dell'Unione europea risente di una serie di criticità piuttosto marcate: è adottato all'unanimità dai paesi membri; è estremamente limitato; ed è legato ai contributi dei singoli paesi, il che rischia di compromettere il senso di identità collettiva dello strumento di bilancio (non a caso, quando ogni sette anni viene discusso ed approvato, un tema ricorrente è quello del *juste retour*, ossia se e in che misura ogni Stato riceva dalla UE più o meno di quanto contribuisce al suo finanziamento, acuendo una prospettiva nazionale sulle risorse del bilancio europeo che

invece dovrebbero rappresentare le scelte collettive di tutti i cittadini europei).

- non esiste alcuna politica sociale a livello europeo per compensare i vincoli di quelle economiche restrittive nazionali;
- lo scollamento fra una politica monetaria sovranazionale e le politiche fiscali decentrate (e vincolate da regole ferree) fanno sì che si crei un sistema di gestione macroeconomica asimmetrico, che occorrerebbe controbilanciare con un Ministro delle Finanze europeo dotato della capacità e della legittimità democratica di agire in nome e per conto dei cittadini europei.

Alcune di queste carenze sono state fatte oggetto di proposte specifiche (alcune anche complessive) di riforma della governance economica, sia da parte delle istituzioni europee, sia da parte di accademici ed autorevoli think-tank. Fra queste, sono emersi suggerimenti rispetto alla possibilità di mutualizzare i debiti, di fornire un'assicurazione europea contro il rischio di default dei debiti sovrani, altri ancora in ordine all'adozione di misure europee contro la disoccupazione, alla necessità di passare dai finanziamenti su base nazionale a risorse proprie nel bilancio europeo, all'esigenza di ampliarlo per finanziare beni pubblici collettivi europei (infrastrutture di comunicazione e trasporto, ricerca e sviluppo energie alternative, transizione ecologica, sviluppo dei paesi limitrofi), etc.

Abbiamo visto con l'emergenza pandemica che siamo entrati in una fase di transizione, in attesa che i governi europei acquisiscano la consapevolezza definitiva, più volte emersa in documenti ufficiali dei massimi esponenti delle istituzioni europee, dell'urgenza di dotare la UE, o quantomeno l'eurozona, di strumenti adeguati a contrastare eventuali ulteriori crisi finanziarie e/o reali. Una transizione che dovrebbe portare ad una fase decisionale nuova ed alla riforma dei trattati, così come immaginato dal percorso che ha portato all'apertura di una fase di consultazione pubblica di massa con la Conferenza sul Futuro dell'Europa.

Bibliografia di riferimento (ordine di data)

Delpla J., von Weizsaecker J. 2010. The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Brief*, 3.

- De Grauwe P. 2011. The Governance of a Fragile eurozone, *CEPS Working Document*, 346.
- Feldstein M.S. 2011. The Euro and European Economic Conditions, *NBER Working Papers*, 17617.
- Begg I., 2011. Prevent or Cure? Dilemmas Facing Economic Governance, in Begg et al. 2011. *European Economic Governance. Impulses for Crises Prevention and New Institutions*, Gütersloh: Bertelsmann Stiftung, 13-38.
- Van Rumpuy H., Barroso J.M., Juncker J.C., Draghi M. 2012. *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*.
- Pickford S., Steinberg F., Otero-Iglesias M. 2014. *How to Fix the Euro: Strengthening Economic Governance in Europe*, Chatam House, Elcano, AREL.
- Juncker J.C, Tusk D., Dijsselbloem J, Draghi M., Schulz M. 2015. *Completing Europe's Economic and Monetary Union*.
- Pisani-Ferri J. 2015. Rebalancing the governance of the euro-area, *France Stratégie*, 2.
- European Commission 2017. *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, May 31.
- European Commission 2017. *Further Steps Towards Completing Europe's Economic and Monetary Union: a Roadmap*, Dec. 06.
- Masini F. 2017. *Riformare l'euro. Idee e proposte per l'Europa del futuro*, Roma, Giubilei-Regnani.
- Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P.O., Martin P., Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., Zettelmeyer J. 2018. Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, *CEPR Policy Insight*, 91.
- Meseberg Declaration 2018. *Renewing Europe's promises of security and prosperity*.
- Messori M., Micossi S. 2018. Counterproductive Proposals on Euro Area Reforms by French-German Economists, *CEPS Policy Insights*, 04(Febr.).
- Arahuetes Garcia A., Gomez Bengoechea G. 2018. Debt Mutualization, inflation and populism in the Eurozone, *ARI*, 45, April 5.
- Dosi G., Minenna M., Roventini A., Violi R. 2018. Making the Eurozone work. A risk-sharing reform of the European Stability Mechanism, preliminary draft, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3208267.
- Martiny F., Visone T. 2019. *Ripensare l'"Europa". Istituzioni, mutamenti e concetti*, Campospinoso, Altravista.
- Fabbrini F. 2019. *A Fiscal Capacity for the Eurozone. Constitutional Perspectives*, AFCO European Parliament.