
AUDIZIONE

DEL VICE MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE ON. STEFANO FASSINA

ALLA COMMISSIONE BILANCIO DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

**NELL'AMBITO DELL'INDAGINE CONOSCITIVA RELATIVA ALL'ESAME CONGIUNTO DELLE COMUNICAZIONI DELLA
COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO "VERSO UN'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA
AUTENTICA E APPROFONDATA – CREAZIONE DI UNO STRUMENTO DI CONVERGENZA E DI COMPETITIVITA'
(COM(2013) 165 FINAL) E "VERSO UN'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA AUTENTICA E APPROFONDATA –
COORDINAMENTO EX ANTE DELLE GRANDI RIFORME DI POLITICA ECONOMICA PREVISTE" (COM(2013)166 FINAL)**

26 GIUGNO 2013

Le due comunicazioni della Commissione Europea hanno ad oggetto alcuni aspetti particolarmente importanti del percorso di integrazione dell'Unione Europea. Al di là del dettaglio relativo ai contenuti specifici delle comunicazioni stesse, ad avere una rilevanza centrale sono le implicazioni che alcune scelte avranno sugli obiettivi di politica economica che l'Unione Europea dovrà perseguire, sugli strumenti a disposizione per raggiungerli e sul generale processo di ristrutturazione della *governance* europea che si è reso necessario.

Per uscire da una crisi così profonda e tornare a crescere è indispensabile che sui tre elementi appena citati vi sia la maggiore coesione possibile tra gli Stati membri: questo vuol dire mettere da parte la rivendicazione unilaterale di interessi particolari e prendere atto di alcuni errori di fondo che non hanno permesso di identificare correttamente le radici profonde di una fase recessiva particolarmente acuta e, di conseguenza, hanno reso inefficaci, quando non controproducenti, le risposte di politica economica proposte finora.

Dunque, rispetto a quella ad oggi prevalente all'interno delle istituzioni europee, gli elementi che si forniscono in questa sede vogliono offrire una lettura (almeno parzialmente) diversa – ma ormai largamente condivisa a livello internazionale tra gli addetti ai lavori – di quanto sta accadendo e di quali siano i principi che dovrebbero informare le politiche europee in futuro.

Da dove viene questa crisi

L'analisi che ha goduto di maggior credito in Europa si è a lungo concentrata quasi esclusivamente sui disavanzi pubblici e sull'esplosione dei debiti pubblici. Eppure osservando con attenzione l'andamento dell'indebitamento pubblico è davvero difficile individuare in questa variabile sia l'elemento scatenante della crisi sia una spiegazione dell'attuale situazione di enorme difficoltà di alcuni paesi, in particolar modo quelli dell'area mediterranea. La posizione della zona euro all'inizio della crisi si presentava infatti tutt'altro che compromessa sia a livello aggregato¹ sia per quanto riguarda i singoli paesi. Anche gli Stati tradizionalmente ritenuti fiscalmente deboli e con minore credito da parte della comunità internazionale erano tutti in fase di rientro e consolidamento del debito, ad eccezione della Grecia – per motivi ben noti. Gli altri membri del cosiddetto "PIGS-group" - Portogallo, Spagna e Irlanda - presentavano dei livelli di indebitamento inferiori alla media europea.

Più che la situazione della finanza pubblica, ad accomunare i Paesi che sono andati maggiormente in difficoltà dopo l'esplosione della crisi è invece l'elevato e sistematico disavanzo del settore privato che - in tutti e quattro i casi - era non solo ben maggiore di quello pubblico ma anche privo di controllo da parte della autorità europee. Dopo aver eretto alti e robusti *firewall* contro gli eccessi del settore pubblico, l'Europa si è trovata impreparata davanti ad un incendio che è scoppiato nel settore privato e si è propagato senza incontrare ostacoli resistenti e - successivamente - risposte di policy adeguate. La successiva esplosione dei debiti pubblici non è stata quindi la causa del default del settore privato, ma un suo effetto. Sui bilanci degli Stati sono infatti gravate, oltre ai sussidi erogati a sostegno di imprese in difficoltà e a lavoratori disoccupati, le ingenti spese per il salvataggio del sistema bancario, con punte impressionanti in paesi come la Germania e la stessa Grecia.

Se accanto alla vigilanza sulla finanza pubblica si fosse posta eguale attenzione alla dinamica del settore privato si sarebbero potute mettere in luce per tempo molte delle ragioni che stavano alla base

¹ I dati Eurostat calcolati per le PDE indicavano, nel 2007, per l'Euro Zona a 17 Paesi, un rapporto deficit/Pil allo 0,7%, con un avanzo primario al 2,3% e un rapporto debito/Pil al 66,4%.

dell'esplosione degli enormi squilibri fra paesi, osservati a partire dalla creazione della moneta unica, e che hanno riguardato, fra l'altro, i tassi di crescita dell'offerta indiretta di moneta, i salari reali in alcuni paesi, la crescita economica e l'andamento delle bilance dei pagamenti. Anche dopo lo scoppio della crisi, l'unico elemento preso parzialmente in considerazione dalle istituzioni europee - quello degli squilibri commerciali - è stato imputato pressoché interamente a problemi di competitività da risolvere mediante riforme "strutturali" (liberalizzazione, decentramento della contrattazione, riduzione delle rigidità, etc.) da parte dei singoli paesi in disavanzo. La riforma della *governance* europea, il Patto Europlus, il Six-pack, il Fiscal Compact si inseriscono in questo filone: bilanci pubblici in pareggio e riforme dal lato dell'offerta vengono presentate come le due chiavi per uscire dalla crisi della Unione monetaria europea (UME). In sintesi, una rotta mercantilista, alimentata dalla svalutazione interna, tirata dalle misure di aggiustamento dei bilanci pubblici e dalla riduzione del costo del lavoro.

Come autorevoli organismi nazionali e internazionali (Banca d'Italia, Fondo Monetario Internazionale) hanno certificato, le politiche economiche restrittive adottate nel corso dell'ultimo anno hanno reso ancora più incerto lo scenario macroeconomico europeo e non sono riuscite ad annullare le tensioni sui mercati finanziari controllati, invece, dalle misure "creative" della Bce. Va prestata particolare attenzione alla riflessione avviata dal Fondo Monetario Internazionale in merito all'efficacia delle politiche di risanamento fiscale cui molti Paesi dell'area euro si sono - più o meno volontariamente - sottoposti. Infatti, le ultime due pubblicazioni del World Economic Outlook - la più importante edizione periodica dell'istituto - segnalano una forte inversione di tendenza nella valutazione delle politiche macro:

- Ad ottobre 2012, il rapporto ha evidenziato come le stime sugli effetti sull'economia reale delle politiche di austerità fossero basati su valori troppo bassi dei moltiplicatori fiscali. L'evidenza raccolta negli ultimi anni ha mostrato, infatti, come i valori attesi in termini di PIL fossero sistematicamente smentiti al ribasso dai risultati registrati *ex-post*, con uno scarto tra previsioni e valori effettivi che sembra essere fortemente (e positivamente) correlato con il livello di restrizione fiscale operato sui bilanci pubblici;
- Ad aprile 2013 (ultima uscita del WEO), il Fondo ha fatto notare come il ritmo di recupero sulle due sponde dell'Atlantico stia tendendo a divergere: mentre negli USA tassi di crescita già più sostenuti e tassi di disoccupazione in discesa fanno da preambolo a previsioni positive per i mesi che verranno, per l'Europa non può dirsi altrettanto. I Paesi periferici dell'eurozona (tra cui Italia e Spagna) archiveranno il 2013 come un altro anno di variazione reale del Pil (pesantemente) negativa e anche le grandi economie continentali, tradizionalmente considerate solide, iniziano a subire il contraccolpo derivante dal sostanziale indebolimento dei loro partner commerciali di maggior rilievo (i Paesi euro-sud, per l'appunto): Francia e Germania dovrebbero chiudere quest'anno con una variazione reale più o meno nulla. Ciò è dovuto - anche nell'analisi del FMI - ad un modello di crescita basato sulla domanda estera, che affida il recupero di competitività dei Paesi in difficoltà a politiche che deprimono profondamente le componenti della loro domanda interna, senza peraltro bilanciare l'equilibrio internazionale con interventi di segno opposto da parte dei Paesi membri che avrebbero spazio per una manovra espansiva. Tali squilibri - particolarmente difficili da gestire in un'area fortemente integrata e senza flessibilità nominali - alimentano, a loro volta, la fragilità finanziaria del sistema bancario - acuita dal clima d'incertezza sulla sostenibilità dei debiti sovrani - che dunque non riesce a sostenere una ripresa del settore privato con flussi di risorse adeguate per volumi e condizioni d'accesso.

A tutto ciò il FMI aggiunge una seria autocritica sui ritmi e sugli obiettivi di risanamento fiscale che hanno contraddistinto la risposta alla crisi dei debiti sovrani esplosa in Europa (in cui il Fondo ha avuto un ruolo

nell'ambito della cosiddetta Troika – un tavolo trilaterale completato da Unione Europea e BCE). La tesi è che il concetto di sostenibilità fiscale sia stato interpretato con eccessiva rigidità, aggravando la situazione dei Paesi in difficoltà e non stimolando i Paesi del nucleo a fare da traino nella ripresa del continente².

Ulteriori interventi dello stesso segno (restrizione fiscale e riforme strutturali orientate alla competitività "di prezzo") rischiano dunque non soltanto di rivelarsi inutili nel contenimento degli eccessi di indebitamento, ma addirittura potrebbero alimentare – invece che contenere – la dinamica divergente ed esplosiva fra le economie dei vari paesi. Politiche volte a ridurre il costo dei fattori per aumentare la competitività rischiano di avvitare l'intero continente in una spirale deflattiva di cui è davvero difficile immaginare le conseguenze. La stessa esistenza dell'euro e del mercato unico verrebbero messe seriamente in discussione.

La crisi dell'Unione Monetaria Europea (UME) che viviamo oggi, infatti, può facilmente ricondursi alla sostanziale assenza di coordinamento e alla scarsa cooperazione espressa dai Paesi membri nei singoli processi di riforma che hanno avuto luogo negli ultimi quindici anni. L'obiettivo della competitività all'interno del mercato unico è stato perseguito privilegiando gli interessi nazionali, senza tenere conto delle profonde differenze strutturali esistenti ancora all'inizio del nuovo millennio e senza una visione schiettamente europea che sapesse guardare agli effetti di lungo periodo. Ciascuna economia dell'eurozona è stata e è interpretata come piccola economia aperta, mentre la moneta unica fa di ciascuna di esse parte di una grande economia chiusa, una delle più grandi e ricche del pianeta, priva quindi della possibilità di affidare la sua crescita soltanto o prevalentemente all'export.

In ragione di ciò, nel periodo 1998-2008 abbiamo osservato un sensibile ampliamento dei surplus commerciali di alcuni paesi e il contemporaneo aumento dei deficit da parte di altri. Un trend divergente che la crisi ha solo parzialmente corretto a partire dal 2009, ma che non appare tuttavia una inversione di rotta di natura strutturale. Per molti anni si è pensato che l'allargamento degli squilibri commerciali all'interno dell'UME fosse da imputare alla crescente integrazione finanziaria dei paesi membri: si credeva, cioè, che i paesi caratterizzati da un minor livello di prodotto pro-capite avrebbero attratto maggiore capitale rispetto a quelli più ricchi, e che questo avrebbe permesso un miglioramento della produttività del lavoro e quindi un tasso di crescita maggiore in futuro. L'ampliamento dei deficit commerciali, quindi, non veniva visto con preoccupazione né come motivo per richiedere interventi correttivi di politica economica. Anzi, era il segnale che l'integrazione e l'efficienza dei mercati finanziari dei paesi europei era stata raggiunta. L'andamento degli squilibri commerciali degli anni successivi ha però messo pesantemente in dubbio questa impostazione. La stessa Commissione europea³ ha ammesso che l'afflusso di capitali esteri non sempre è stato impiegato nei settori più produttivi, mentre invece sono state favorite il consumo privato, la spesa pubblica in conto corrente e le bolle immobiliari. Nessuna di queste voci avrebbe potuto produrre uno stabile innalzamento del prodotto potenziale.

Buona parte delle analisi che sono state condotte sulle dinamiche divergenti delle economie europee dopo

² Questi contenuti sono stati espressi in maniera molto più netta in un documento riservato del FMI, pubblicato dal *Wall Street Journal*, in cui l'organizzazione di Washington ha riconosciuto la «pesante sottovalutazione» delle conseguenze del rigore subito da Atene e criticato la Commissione europea per la gestione ritenuta inadeguata del caso Grecia. La Ue «non aveva esperienza» nella crisi del debito, è scritto nel rapporto secondo quanto riportato dal quotidiano finanziario americano, e ha finito per «focalizzarsi sul rispetto delle norme, più che sulla crescita». Nella Troika, è una delle ammissioni del Fmi, non c'era identità di vedute. Va segnalato che l'Unione Europea ha seccamente respinto queste critiche, sostenendo la sostanziale indisponibilità di valide alternative e ribadendo la centralità della disciplina di bilancio.

³ Commissione europea, 2009, "Competitiveness developments within the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 8(1).

l'introduzione dell'euro partono dalla considerazione che tali andamenti rispecchino, invece, crescenti differenziali di competitività fra i vari paesi. Gli indicatori tradizionalmente utilizzati per analizzare la competitività di una economia mettono in evidenza come, a partire dal 1999, un ristretto insieme di paesi abbia aumentato la propria competitività (Germania, Finlandia e Austria), mentre tutti gli altri abbiano progressivamente perso posizioni, con un autentico tracollo in Irlanda, Grecia e Spagna. Nel periodo 1998-2008 la variazione annuale del costo del lavoro per unità di prodotto⁴ è stata in media dello 0,4% in Germania, mentre tutti i cosiddetti PIIGS hanno mostrato crescite intorno al 3%. Scomponendo queste differenze, emergono evidenze particolarmente interessanti: mentre è vero che nei Paesi della periferia i salari nominali tendevano a crescere più rapidamente della produttività (anche se non sempre più rapidamente dell'inflazione), è almeno altrettanto vero che la politica dei redditi, più che le riforme strutturali, portate avanti in Germania nell'ultimo quindicennio hanno determinato una compressione della dinamica salariale che ha visto aumentare le retribuzioni del lavoro dipendente assai più lentamente della produttività. L'incremento di competitività ed i profitti delle imprese che sono seguiti a questo cambiamento dell'assetto distributivo hanno permesso alle imprese di continuare ad investire nella costruzione di una *supply-chain* abbastanza efficiente da garantire ulteriori aumenti di produttività, così da innescare un circolo virtuoso per i Paesi del centro, vizioso per i partner della periferia⁵.

Dunque, se da un lato i differenziali di competitività favorivano gli squilibri commerciali, dall'altro l'accumulo di risparmio nei Paesi del centro ritornava nella periferia a finanziare quegli stessi disavanzi commerciali che andavano accumulandosi, attraverso un mercato del credito sempre più integrato e sempre meno regolamentato, pronto a finanziare – a tassi d'interesse sufficientemente remunerativi – soggetti privati non sempre in grado di fornire collateralità adeguati. È da notare, infatti, che se la scomparsa del rischio di cambio ha fatto convergere in maniera piuttosto marcata i rendimenti sul debito pubblico, lo stesso non può dirsi del costo del capitale per il settore privato: per gli intermediari finanziari dei Paesi del centro, il credito a privati e gli investimenti diretti esteri nella periferia hanno continuato a garantire rendimenti reali piuttosto invitanti in termini relativi, a fronte di rischi che sembravano modesti⁶. Questo spiega la notevole esposizione, in termini di crediti in sofferenza (non solo nel finanziamento di debito sovrano), dei più grandi gruppi bancari tedeschi e francesi emersa nell'ultimo triennio.

Il sistema creditizio, quindi, ha svolto (e svolge) un ruolo chiave nella nascita degli squilibri macroeconomici. Il rapido processo di deregolamentazione unito all'introduzione di nuovi e sempre più sofisticati strumenti finanziari ha fatto sì che, pur in presenza di una politica monetaria comune, i sistemi bancari potessero determinare dinamiche del credito anche molto diverse nei paesi dell'area euro. Guardando ai dati, balza immediatamente all'occhio che la crescita del credito in rapporto al Pil è stata, dal 1990 in poi, profondamente asimmetrica tra i Paesi dell'UME. Mentre Germania e Francia hanno iniziato con un rapporto intorno al 100 per cento del PIL e, dopo un leggero aumento, sono tornate poco sopra quel livello

⁴ Questo è uno dei principali indicatori di competitività utilizzati nell'analisi comparativa a livello macroeconomico. È generalmente indicato con l'acronimo CLUP (o ULC – *Unit Labour Cost*) e rappresenta – nella sua definizione teorica – il rapporto tra salario individuale e produttività del lavoro. Intuitivamente, se considerassimo il salario orario di un lavoratore e fossimo in grado di misurare la sua produttività come unità di prodotto per ora lavorata, il CLUP rappresenterebbe – appunto – il costo del lavoro per ogni unità prodotta in quell'ora. È evidente che, a livello aggregato, la costruzione di questo indice implica diverse approssimazioni che devono essere tenute ben presenti per una corretta interpretazione dei dati.

⁵ Non di rado, la catena del valore dell'industria tedesca, in particolare nel settore manifatturiero, ha conseguito notevoli aumenti di produttività delocalizzando nell'est Europa (ovvero, in Paesi con un costo del lavoro notevolmente più contenuto) non pochi passaggi dei processi produttivi.

⁶ A determinare la convenienza reciproca da parte dei prestatori e dei prenditori a prestito dei fondi è stata anche la tutt'altro che piena convergenza dei tassi d'inflazione nei diversi Paesi membri, che ha reso i tassi d'interesse reali convenienti per sia per le banche del nord Europa che per le famiglie e le imprese del sud.

nel 2010, altri paesi hanno mostrato una dinamica decisamente più vivace. Il credito interno dell'Italia è più che raddoppiato, quello della Spagna, sempre in rapporto al PIL, è quasi triplicato mentre il credito interno di Portogallo, Grecia e Irlanda è aumentato di 4 volte. Sebbene sin dall'inizio la BCE avesse fissato come primo pilastro della sua politica monetaria un tasso di crescita annuo della base monetaria allargata (M3) pari al 4,5% nel medio periodo, l'aumento medio registrato nell'ultimo decennio è in realtà stato superiore al 7%.

È chiaro che la pretesa della BCE di avere il controllo di M3 non ha retto alla prova dei fatti: le banche e le altre istituzioni finanziarie di alcuni Paesi sono state infatti in grado di creare strumenti di liquidità indipendentemente dalle asserite intenzioni della Banca centrale, a tratti addirittura in controtendenza rispetto ad alcuni sforzi restrittivi della BCE. In presenza di un tasso di sconto ufficiale unico fissato a Francoforte, una divergenza così pronunciata nella disponibilità di credito nei vari Paesi può aver contribuito a determinare dinamiche dei prezzi diverse generando un persistente differenziale inflazionistico. L'espansione incontrollata del credito ha infatti finito per generare un vincolo di bilancio morbido per i Paesi in deficit, determinando un aumento dei consumi pubblici e/o privati e quindi un aumento dell'inflazione al di sopra della media europea. Il gap inflazionistico fra Paesi ha così determinato, da un lato, un aumento più pronunciato dei salari nominali e, dall'altro, tassi di interesse reali più bassi nei Paesi periferici a fronte di tassi di interesse nominali che tendevano a convergere in tutta l'area euro. Quest'ultimo elemento ha finito per rafforzare ulteriormente gli effetti espansivi sulla domanda aggregata. Il risultato è stato un ulteriore aumento del disavanzo delle partite correnti di quasi tutti i Paesi dell'area mediterranea e non solo. Al contrario, i Paesi con un tasso di inflazione inferiore alla media hanno dovuto affrontare un periodo di alti tassi di interesse reali che hanno finito per ridurre la domanda interna e il flusso di importazioni, migliorando il saldo commerciale. Quindi – come ammette peraltro la stessa Commissione europea – il tratto comune a quasi tutti i paesi europei è che l'andamento divergente delle partite correnti a partire dal lancio della moneta unica non è dipeso unicamente dai divari strutturali di competitività, ma anzi può essere attribuito in larga misura proprio alle considerevoli e persistenti differenze nella forza della domanda interna fra i paesi membri. È la stessa Commissione europea a suggerire una precisa scansione temporale, che – per paesi come Grecia e Spagna – vede in primo luogo aumentare la domanda interna (a causa di una più veloce dinamica dei salari nominali), con conseguente peggioramento delle partite correnti, e solo successivamente vede peggiorare la competitività, con effetti nefasti sulla capacità di esportare.

Ulteriore rafforzamento è venuto da effetti connessi alla distribuzione del reddito. Già a partire dagli anni Ottanta, anche i paesi dell'Europa continentale – sebbene in misura inferiore a quanto accaduto nel mondo anglosassone – hanno cominciato a mostrare una caduta della quota salari sul reddito nazionale e, all'interno di questa, un progressivo aumento della disuguaglianza fra redditi bassi ed elevati⁷. Ma, paradossalmente, la quota di consumi privati sul Pil, invece che calare di conseguenza, si è mantenuta costante o, in alcuni casi, è addirittura aumentata. Tutto ciò è stato possibile, da un lato, grazie alla consistente riduzione della propensione al risparmio e, dall'altro, da un massiccio ricorso all'indebitamento delle famiglie, favorito sia dal cosiddetto effetto ricchezza sui valori mobiliari e immobiliari sia dall'emergere

⁷ Per alcuni dettagli sull'evoluzione della disuguaglianza e della povertà in Europa e nel mondo, si veda: OECD (2008) *Growing Unequal?: Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, con aggiornamenti in anni successivi. È da notare che la Germania, nei primi anni del nuovo secolo e fino alla vigilia della crisi ha visto crescere disuguaglianza e povertà molto più rapidamente di qualsiasi altro Paese europeo, raggiungendo standard anglosassoni, tradizionalmente molto più elevati. È anche da notare come tale dinamica sia stata guidata soprattutto dall'evoluzione delle retribuzioni nel settore dei servizi (in cui estremamente diffuso è l'impiego dei contratti atipici introdotti dalle riforme Hartz, quali *mini-jobs* e *midi-jobs*), che, essendo un prodotto intermedio impiegato ormai in qualsiasi processo produttivo, rappresentano un fattore di competitività di costo notevole anche per gli altri settori dell'economia.

di nuovi strumenti di debito a costi decrescenti. La presenza di impieghi così profittevoli nell'area mediterranea, per altro al riparo dai rischi di cambio, ha poi favorito l'emergere di flussi di denaro dai paesi del centro Europa verso la periferia. Infatti, a partire dall'introduzione della moneta unica in paesi come Germania e Austria si sono registrati saggi di risparmio leggermente crescenti, pur in presenza di una marcata riduzione della quota salari⁸.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile affermare che gli squilibri commerciali sono un problema che risulta dalla combinazione di due fattori: la debolezza dell'assetto istituzionale europeo e le scelte di politica economica operate sia dai paesi in disavanzo che dai paesi in avanzo. Alle responsabilità dei paesi mediterranei – che invece di indirizzare le enormi quantità di liquidità creata dal sistema bancario verso gli investimenti produttivi (privati e pubblici) le hanno utilizzate per finanziare prevalentemente la bolla immobiliare, il consumo a debito o la spesa corrente – si sommano quelle dei paesi in avanzo, che per anni hanno visto incrementi salariali inferiori alla crescita della produttività. Non va inoltre dimenticato come la stessa Germania, abbia beneficiato in maniera particolarmente significativa, a partire dall'introduzione della moneta unica, della domanda di beni – finanziata a debito – da parte dei cosiddetti PIIGS: senza i “vizi” dei paesi in disavanzo non si sarebbero avute le “virtù” dei paesi in avanzo. La lettura che enfatizza esclusivamente i problemi legati alle componenti strutturali della competitività appare quindi insufficiente così come la tesi – che sembra uscire dalle decisioni prese sulla riforma della governance europea, dal Patto Europlus e dal Six-Pack – che vede gli squilibri commerciali come un problema da risolvere attraverso la svalutazione del lavoro nei singoli stati in disavanzo: abbiamo visto come questa tendenza sia alla base dell'indebitamento del settore privato che ha reso particolarmente vulnerabili le famiglie ed il sistema creditizio, conducendo i Paesi dell'intera area euro nell'attuale situazione di carenza strutturale di domanda interna. In quest'ottica, i Paesi del centro non rappresentano il modello virtuoso, ma una causa rilevante degli squilibri esistenti.

La tensione sui debiti sovrani

A partire dalla fine del 2008 i divari fra i tassi di interesse dei titoli pubblici dell'area euro – i cosiddetti *spread* - hanno assunto valori molto elevati. Questi differenziali, ancorché riflettano direttamente il premio al rischio sul debito pubblico, paiono derivare più dalle condizioni strutturali delle economie, che determinano a loro volta il soddisfacimento delle condizioni di sostenibilità della finanza pubblica. Diversi studi, spesso risalenti ad anni precedenti l'arrivo della crisi, hanno sottolineato come appaia particolarmente importante l'evoluzione del conti con l'estero.

È probabile che le aspettative sui mercati si formino non solo in base al rischio di fallimento dei bilanci statali. Pesano sugli acquisti di titoli – sia pubblici sia privati – anche il materializzarsi di situazioni di stagnazione o disavanzo estero. A muovere i mercati sembra essere il sospetto che questi paesi, prima o dopo, decidano di affrontare i loro problemi di scarsa competitività sui mercati internazionali attraverso l'abbandono della moneta unica e la successiva svalutazione delle loro valute nazionali⁹. Si tratta di una

⁸ Per la Germania, il declino della quota salari è stato estremamente marcato dal 2000 al 2007, con un crollo di oltre 5,5 punti percentuali, a fronte di quote sostanzialmente stabili per i principali competitor europei nello stesso arco di tempo.

⁹ Questa posizione è stata efficacemente riassunta da un passaggio del governatore della BCE, Mario Draghi, in occasione dell'ormai celebre discorso del 26 luglio 2012, nel quale si motiva l'avvio dell'OMT:

Then there's another dimension to this that has to do with the premia that are being charged on sovereign states borrowings. These premia have to do, as I said, with default, with liquidity, but they also have to do more and more with convertibility, with the risk of convertibility. Now to the extent that these premia do not have to do with factors inherent to my counterparty - they come into our mandate. They come within our remit.

eventualità considerata remota nel dibattito prevalente sino a poco tempo fa, ma divenuta più attuale con riferimento per ora al caso della Grecia.

Accanto a questo problema vi è quello – egualmente rilevante, ma troppo a lungo volutamente ignorato – della debolezza istituzionale che caratterizza l'area euro. Sia il Trattato di Maastricht sia il Patto di stabilità sono fondati infatti sulla convinzione che la stabilità complessiva della UE debba essere delegata al buon comportamento di ciascun paese. Una crisi finanziaria, quindi, dovrà essere sempre trattata come un problema relativo al singolo paese che ne viene colpito e non dovrà essere affrontata in maniera sistemica da parte delle istituzioni comunitarie. L'Unione monetaria è però, per sua natura, un'unione fra solidali: i titoli pubblici di ciascun paese membro sono denominati in euro e possono essere acquistati con facilità e senza rischi di cambio da tutti gli altri. Eppure, non è stato predisposto alcun meccanismo capace di internalizzare il problema del debito di uno Stato membro. Non esiste cioè alcuna possibilità di organizzare trasferimenti da paesi sani a paesi che presentano problemi o squilibri. Questa elementare forma di solidarietà non solo non è prevista dai trattati europei, ma è addirittura vietata. Tale mancanza costituisce uno degli elementi che, nel corso degli ultimi mesi, ha incentivato l'attività speculativa degli operatori finanziari contro gli Stati maggiormente in difficoltà.

Le soluzioni finora proposte (EFSF, successivamente "confluito" nell'ESM), per quanto rappresentino un passo avanti verso la creazione di un meccanismo di solidarietà europeo, non sembrano essere sufficienti. L'impostazione che ha guidato la loro creazione ha privilegiato l'eliminazione di incentivi al *moral hazard* da parte dei Paesi membri rispetto alla configurazione di un sistema di salvataggio certamente efficace. Ciò ha determinato un'assegnazione di risorse che potrebbe non risultare adeguata e criteri di condizionalità nell'utilizzo dei fondi che potrebbero rendere eccessivamente oneroso l'accesso al meccanismo, in termini di politiche restrittive e riforme strutturali da implementare¹⁰.

Non bisognerebbe invece dimenticare che la competitività, così come viene attualmente misurata, è un concetto relativo e che il suo miglioramento in un Paese deve necessariamente corrispondere ad un peggioramento in altri. E proprio questa simmetria si riflette anche nelle politiche da perseguire: un riequilibrio competitivo su scala continentale si può ottenere non soltanto imponendo riduzioni dei costi di produzioni e dei salari ai paesi in disavanzo, ma anche imponendo ai paesi che persistono in una situazione di avanzo nei conti con l'estero a farsi carico di parte dell'onere di aggiustamento.

A margine di ciò, è importante notare che – di fatto – l'unica azione che ha determinato un netto cambiamento di regime nelle quotazioni dei debiti sovrani è stato l'annuncio delle *Outright Monetary Transaction* (OMT) fatto dal governatore della BCE il 26 luglio 2012. Dopo circa due anni di altissima tensione nell'UME e di intensa restrizione fiscale nella maggior parte dei Paesi membri, dopo l'immissione di oltre un miliardo di euro di liquidità a tre anni – ad un tasso reale negativo e accettando come collaterale anche attività scarsamente liquide – attraverso le operazioni LTRO (*Long Term Refinancing Operation*), a riportare una relativa calma è stato un annuncio che ha comportato un impiego di risorse al momento nullo, ma in grado di far effettivamente apparire la BCE come un prestatore di ultima istanza: in questo consiste, nella pratica, la garanzia di acquisti illimitati di titoli di stato a breve termine (da 1 a 3 anni) – sterilizzati attraverso gli altri canali e senza priorità nel rimborso – per i Paesi membri che mostrino difficoltà

¹⁰ Questa impostazione sembra riflettere ancora una visione dell'UME come terreno di gioco in cui confrontarsi secondo il criterio standard della competitività di prezzo, dove vince chi riesce ad accaparrarsi quote maggiori della domanda estera e l'onere dell'aggiustamento ricade quasi interamente sui Paesi debitori. Come si è già detto, quest'idea non prende in adeguata considerazione la circostanza per cui l'Eurozona nel suo complesso somiglia più ad una grande economia chiusa che non ad un'economia aperta: la gran parte degli scambi, infatti, avvengono tra Paesi membri. Come si è già notato, è questa una situazione in cui, evidentemente, i debiti di un Paese dell'area corrispondono ai crediti di un altro.

conclamate¹¹.

Questa evidenza lascia intendere quanto importante sia il ruolo delle aspettative nella gestione della politica economica e quanto l'attuale assetto di governance sia inadeguato a garantire stabilità. È importante, infatti, rilevare che, ad oggi, l'efficacia dell'OMT può essere seriamente messa in dubbio dalla pronuncia della corte costituzionale tedesca, chiamata a decidere se la BCE stia effettivamente operando nel perimetro del proprio mandato e, più precisamente, se vi siano gli elementi per immaginare oneri a carico del bilancio tedesco derivanti da presunte violazioni dei trattati. Al di là di considerazioni sulla peculiare declinazione del concetto di indipendenza della Banca Centrale, particolarmente caro alla tradizione della Bundesbank, l'incertezza generata da questo stallo – essenzialmente determinato dalla divergenza di ragioni politiche – rischia di compromettere seriamente il percorso di integrazione politica (strettamente necessario per dare legittimazione alle istituzioni europee) e di aggravare una situazione già particolarmente allarmante, visto che i miglioramenti registrati sugli andamenti dei titoli di stato stanno avendo ben poco impatto sull'andamento dell'economia reale: il mercato del credito, di fatto rinazionalizzato, risulta ancora particolarmente rigido e non sembra riuscire a trasmettere gli impulsi di politica monetaria provenienti dal vertice (complici alcuni requisiti patrimoniali e criteri contabili richiesti dall'EBA che sembrano particolarmente prociclici).

Le comunicazioni della Commissione Europea

Nel dicembre 2012, il Consiglio europeo ha approvato una tabella di marcia proprio con l'obiettivo di giungere alla realizzazione di un'autentica Unione economica e monetaria. Dunque, le due comunicazioni presentate dalla Commissione il 20 marzo 2013 [COM (2013) 165 e 166] per dare seguito a questo percorso di ulteriore integrazione vanno lette nel quadro macroeconomico e politico delineato in queste pagine.

In particolare, lo scopo della prima comunicazione è quello di concordare con gli Stati membri l'attivazione ed il funzionamento, a trattati vigenti, di uno strumento (denominato strumento di convergenza e competitività) per il sostegno a rilevanti riforme strutturali per gli Stati membri in difficoltà economico-finanziarie aiutandoli ad intraprendere le riforme necessarie in tempi rapidi. Uno degli aspetti problematici riguarda la natura contrattuale degli accordi bilaterali che dovrebbero sancire i contenuti dello "scambio" (sostegno finanziario per attuare determinate riforme): resta in evidenza una logica simile a quella che guida l'accesso al meccanismo europeo di stabilità (MES), il cui sottoprodotto più rilevante è una scarsa trasparenza nella definizione delle condizioni. Nel caso del MES, questa circostanza limita in maniera notevole l'appetibilità delle risorse a disposizione. Inoltre, la natura bilaterale degli accordi – probabilmente suggerita dalla necessità di disegnare contenuti specifici per ciascun Paese che dovesse ricorrere allo strumento – non garantisce adeguatamente la "parità di trattamento" dei diversi casi. Tali "contratti", infatti, verrebbero negoziati e definiti nei contenuti (oggetto delle riforme, sostenibilità per le finanze pubbliche, effetti macro e ricadute sugli altri Stati membri) dalla Commissione e dal Paese interessato, lasciando al Consiglio l'approvazione (con eventuali modifiche dell'accordo); successivamente la Commissione stessa vigilerebbe sull'attuazione. È evidente, dunque, che la forza contrattuale del Paese che richiede l'accesso alle risorse e l'orientamento della Commissione giocano un ruolo fondamentale nelle

¹¹ Anche in questo caso, la condizionalità del salvataggio è legata all'accettazione di un programma di aiuto finanziario o di aggiustamento precauzionale gestito dall'ESM.

condizioni contrattate¹². Ration per cui, riguardo al ruolo delle parti sociali, dei Parlamenti nazionali e del Parlamento europeo, sembrerebbe auspicabile il maggior coinvolgimento possibile (come segnalato nelle considerazioni in merito formulate dallo stesso Parlamento europeo), al fine conferire la maggiore legittimazione democratica possibile all'accordo.

Il sostegno finanziario verrebbe grazie ai contributi dei Paesi che sceglieranno di partecipare allo strumento. L'entità del contributo sarebbe proporzionata alla "capacità" del Paese (il Reddito Nazionale Lordo, per esempio) e le risorse potrebbero anche essere ottenute grazie a misure specifiche con vincolo di destinazione. La previsione di risorse dedicate potrebbe permettere di inserire il meccanismo nel bilancio UE, pur senza farlo rientrare nei massimali fissati dal regolamento sul quadro finanziario. Ma – al di là dei dettagli con cui si deciderà di procedere – alla luce di quanto detto nelle pagine precedenti, è importante avviare una riflessione sui criteri ispiratori dello strumento in discorso. In quale strategia di politica macroeconomica dell'euro-zona si inseriscono? Le riforme che si ha in animo di finanziare saranno in grado di consentire effettiva convergenza? Si contemplan interventi altri rispetto alla compressione del costo del lavoro e alla liberalizzazione dei mercati di prodotti e servizi per raggiungere l'obiettivo della competitività? Esistono spazi per una politica industriale che non si fermi alla garanzia della libera iniziativa dei privati e che sappia tratteggiare un'immagine multidimensionale del concetto di competitività?

Se la risposta a questi quesiti è incerta – o, peggio, negativa – il rischio è di alimentare un circolo vizioso già pienamente in atto, in cui la moneta unica rappresenta uno strumento di redistribuzione del reddito tra i fattori della produzione e alimenta disuguaglianze tra e all'interno dei Paesi membri. In questo contesto, abbiamo visto poco sopra, le riforme strutturali hanno la logica perversa di alimentare un gioco a somma negativa, con diversi livelli di perdita. Se, dunque, il principio guida delle riforme è quello di aumentare la capacità di un Paese di intercettare la domanda internazionale più e meglio degli altri, con soluzioni istituzionali che tendono a deprimere la domanda interna, evidentemente questo risultato può raggiungersi solo a svantaggio degli altri Paesi membri. Da questa constatazione deriva il rischio di una generale spirale deflazionistica oggi già concretamente avviata, che ha portato molti Paesi dell'eurozona a fare enormi sacrifici per trovarsi, oggi, in una situazione probabilmente meno sostenibile di quella di partenza. Una situazione in cui i deficit commerciali dei Paesi del sud non si riducono grazie ad una ritrovata competitività dei loro beni e servizi, ma per via del crollo delle loro importazioni (a sua volta, determinato dal crollo del reddito e dall'esplosione dei tassi di disoccupazione), come si può vedere facilmente da alcuni dati riportati in appendice.

Alla luce di quanto appena detto, assume una rilevanza particolare il contenuto della seconda comunicazione della Commissione, che riguarda il coordinamento delle riforme di politica economica, da inserire nel quadro esistente di procedure di coordinamento *ex-ante* e di sorveglianza delle politiche nazionali (semestre europeo, braccio correttivo del PdS, Procedura per squilibri macroeconomici e vigilanza degli Stati membri che ricorrono a meccanismi di protezione). La Commissione ritiene che un maggiore coordinamento nell'attuazione delle riforme economiche più rilevanti sia espressione dell'"interesse comune" dei Paesi membri, che l'UE dovrebbe perseguire secondo i Trattati. Ed in effetti – è stato più volte sottolineato nel testo – proprio alla mancanza di una forma di coordinamento europeo delle politiche più

¹² Allo stato attuale, non è ancora stabilito se potranno far ricorso allo strumento tutti i Paesi membri, solo quelli nel braccio preventivo della procedura per squilibri macroeconomici (la cui creazione, come accennato nel testo, è avvenuta con il *six-pack*) o quelli già oggetto della procedura stessa. Di conseguenza, la natura delle riforme, secondo l'attuale disegno, avrebbe nei tre casi una componente discrezionale sempre minore, fino a diventare un'applicazione obbligatoria del piano di azione correttivo definito nell'ambito della procedura stessa.

rilevanti possono imputarsi gran parte degli squilibri che oggi l'Unione si trova costretta ad affrontare. Al di là di una sorveglianza accorta (forse fin troppo) sui conti pubblici degli Stati membri e di una attenta regolamentazione di singoli mercati, nell'ultimo ventennio è mancata una strategia complessiva di politica economica che potesse dirsi europea e che andasse ad incidere sistematicamente sulle strutture fondamentali di un'economia: prime tra tutti, il funzionamento delle pubbliche amministrazioni, le dotazioni di infrastrutture immateriali e materiali, l'organizzazione e i canali di finanziamento delle imprese, gli investimenti privati innovativi, i mercati finanziari, il sistema tributario e il mercato del lavoro.

Basti pensare alle profonde differenze istituzionali che intercorrono tra i vari modelli di mercato del lavoro, di relazioni industriali e di welfare vigenti nei vari Paesi. Diversi studi hanno mostrato come, anche dal punto di vista teorico, la capacità del sistema di relazioni sindacali vigente in Germania di governare efficacemente la dinamica salariale abbia permesso di assorbire shock esterni anche in assenza di flessibilità nominali: in breve, il contenimento salariale – come prevedibile e come previsto da molti – ha sostituito le svalutazioni. Dal momento che i principali partner dell'eurozona registrano una maggiore rigidità dei salari verso il basso, per via – ad esempio – di sistemi di contrattazione più “conflittuali”, quest'asimmetria istituzionale ha rappresentato certamente uno degli aspetti rilevanti nel determinare l'accumulo di deficit commerciali da parte dei Paesi del sud. Altri modelli, anziché puntare sulla capacità di controllo della contrattazione del sindacato e sulla possibilità di instaurare logiche cooperative nelle relazioni industriali, hanno teso ad indebolire il sindacato, liberalizzando in maniera significativa il mondo del lavoro e cercando di “fluidificare” il mercato con l'ingresso di forza lavoro *low cost* in termini di retribuzione e di welfare.

Solo negli ultimi anni, sollecitati dall'urgenza della fase e dall'emersione di aspetti patologici di tale mancanza di coordinamento, si è avviato un processo di “europeizzazione” di alcune tematiche (valgano da esempio il percorso per la costruzione dell'Unione Bancaria e l'istituzione dello European System of Financial Supervision). Probabilmente, come è stato spesso rilevato, la mancanza di una politica economica unitaria dipende fortemente dalla mancanza di un bilancio comune¹³: in questo senso, non è incoraggiante quanto accaduto di recente in fase di discussione del quadro finanziario pluriennale europeo 2014-2020. In un momento in cui la coesione tra i membri avrebbe dovuto essere più forte, a prevalere sono stati ancora una volta gli interessi nazionali.

Dunque, la proposta di un quadro di coordinamento permanente dei principali processi di riforma (nel testo della comunicazione, la Commissione suggerisce anzitutto quelli relativi ai mercati dei fattori produttivi) ha sicuramente ragion d'essere, purché il suo funzionamento si basi su meccanismi sufficientemente inclusivi degli organismi rappresentativi (a livello nazionale ed europeo) e delle parti sociali coinvolte nelle singole riforme. Lo scopo ultimo di tale quadro dovrebbe, perciò, essere quello di avviare percorsi di riforma condivisi, che non consentano – all'interno dell'UE o dell'Eurozona: il criterio di partecipazione degli Stati membri e la forma di adesione (volontaria o obbligatoria) sono in fase di discussione – l'adozione di politiche che, nei fatti, premiano interessi particolari a danno degli altri partner europei.

Secondo quanto emerge dalla comunicazione COM (2013) 166, il coordinamento avverrebbe nell'ambito dei programmi nazionali di riforma (ad eccezione delle situazioni di urgenza) e lascerebbe agli Stati membri la stesura preliminare dei progetti di riforma nei loro aspetti qualitativi. Successivamente, la Commissione analizzerebbe (coinvolgendo parlamenti nazionali e parti sociali) i progetti ed emetterebbe un parere

¹³ Vale la pena di ricordare che il bilancio dell'UE vale poco meno di un punto del PIL dell'Unione, per un valore di circa 244 euro annui pro-capite. Il quadro finanziario pluriennale 2014-2020 in discussione in questi mesi vede, peraltro, la richiesta di Germania e Regno Unito di diminuire ulteriormente le spese.

contenente eventuali misure di accompagnamento. Il parere verrebbe poi presentato al Consiglio dell'UE e all'Eurogruppo che potrebbe proporre modifiche al piano nazionale di riforma.

In merito a tale procedura, è ragionevole concordare con le osservazioni fatte dal Parlamento europeo: il coinvolgimento del PE resta particolarmente limitato, mentre è fondamentale, perché il processo di integrazione abbia successo, che le funzioni assegnate agli organismi di governance europea non scavalchino né violino le prerogative degli organismi elettivi di rappresentanza (europei e nazionali). Le quali, anzi, dovrebbero essere ampliate a garanzia della legittimazione democratica delle scelte più rilevanti operate in ambito europeo.

Appendice

Partite Correnti - Media Mobile su 3 anni

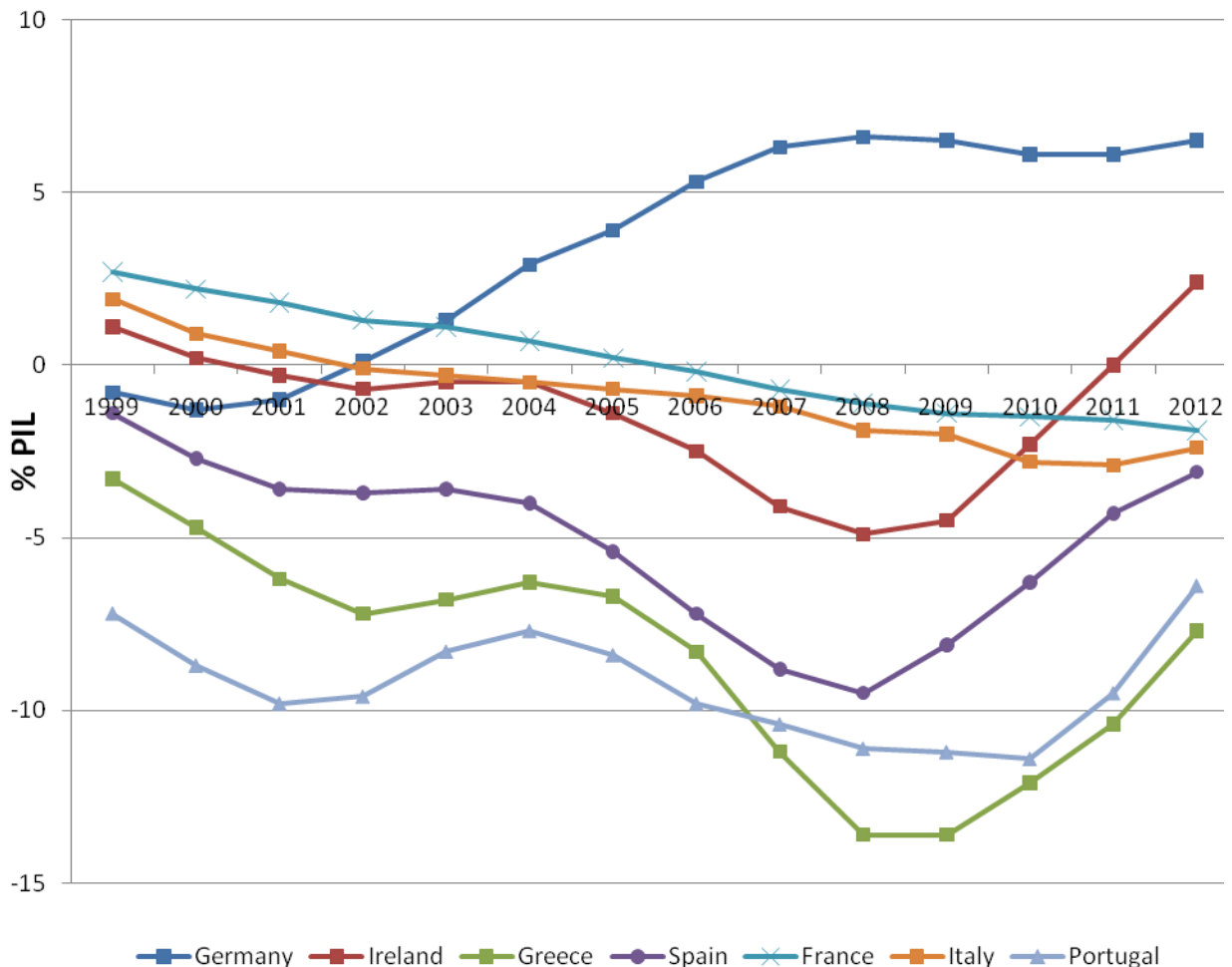


Figura 1 - Fonte: Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard 2012)

Short Description: The balance of payments is the statistical statement that systematically summarises, for a specific time period, the economic transactions of an economy with the rest of the world. The Balance of Payments is broken down into three broad sub-balances: the current account, the capital account, and the financial account. Current account is the major driver of net lending/net borrowing of an economy; it provides important information about the economic relations of a country with the rest of the world. It covers all transactions (other than those in financial items) that involve economic values and occur between resident and non-resident units. The EIP scoreboard indicator is calculated as the three years backward moving average, as follows:

$$CAB\%GDP_3YMA_t = \frac{((CAB/GDP)_t + (CAB/GDP)_{t-1} + (CAB/GDP)_{t-2})}{3} * 100$$

The indicator is based on the Balance of Payments data reported to Eurostat by the 27 EU Member States. Definitions are based on the IMF's Fifth Balance of Payments Manual (BPM5).

Posizione netta sull'estero

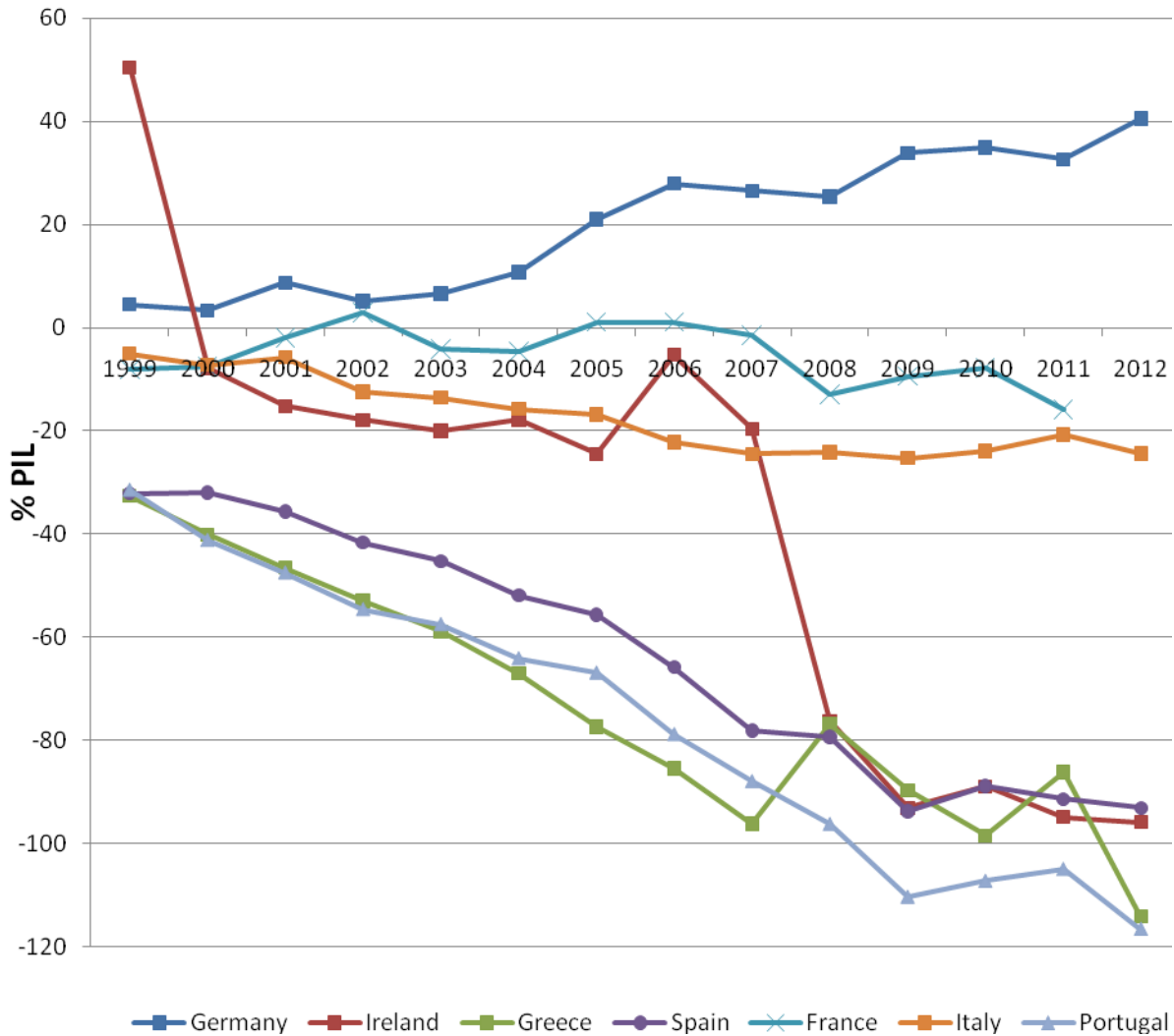


Figura 2 - Fonte: Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard 2012)

Short Description: International investment position (IIP) statistics record the financial assets and liabilities position of a country vis-à-vis the rest of the world. They are an important measure of the net position of an economy domestic sectors vis-à-vis the rest of the world. The net international investment position is calculated as IIP assets minus liabilities. It allows for a stock-flow analysis of external positions. The EIP scoreboard indicator is expressed in percentage of GDP and calculated as: $NIIP\%GDP = NIIP * 100 / GDP$. The indicator is based on the data reported to the ECB by the 27 EU Member States. Definitions are based on the IMF Fifth Balance of Payments Manual (BPM5).

Costo del lavoro per unità di prodotto (nominale) Variazione % tra (T) e (T-3)

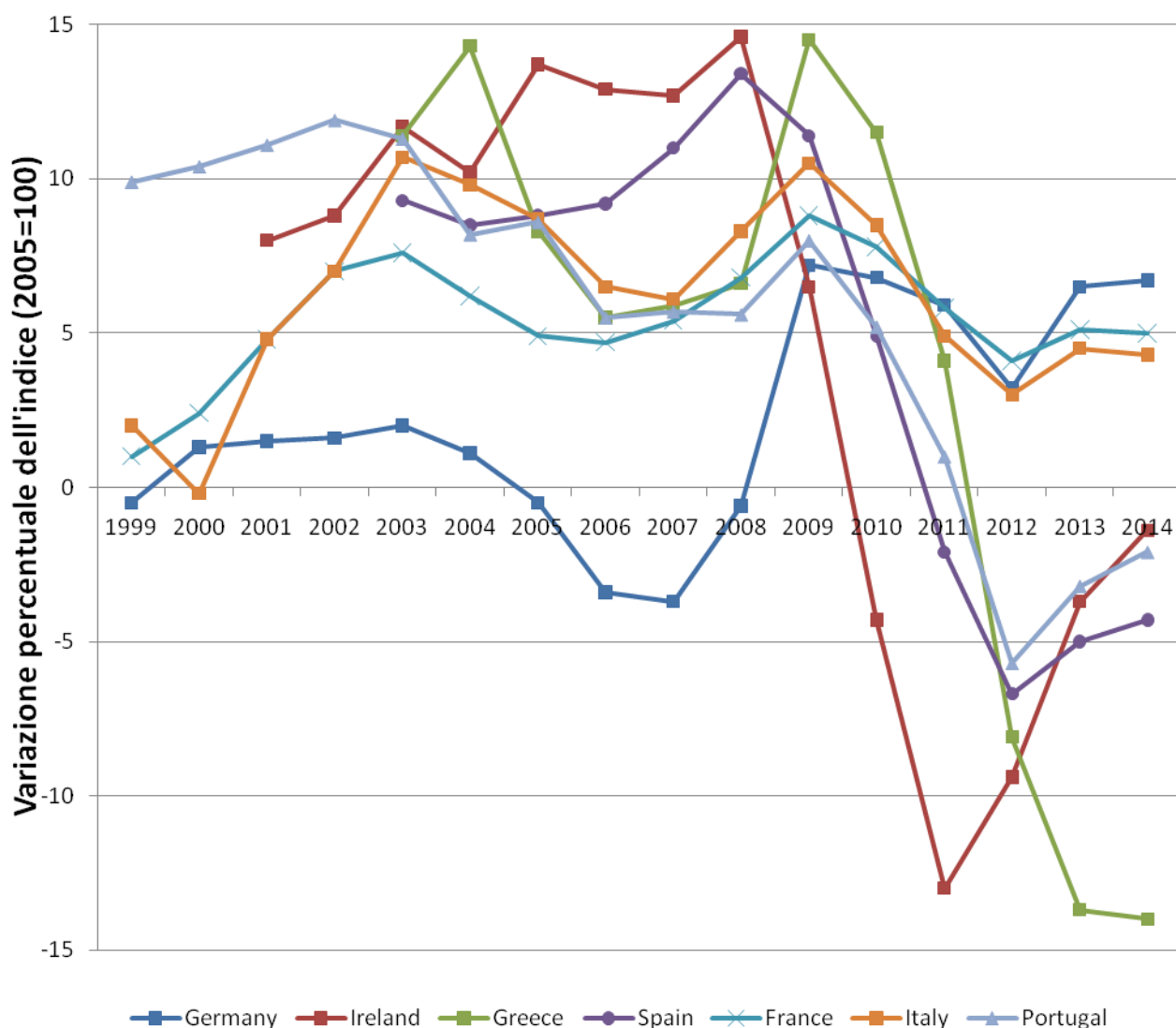


Figura 3 - Fonte: Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard 2012)

Short Description: The nominal unit labour cost (NULC) is defined as the ratio of total compensation of employees (D1), in millions of national currency per total number of employees in persons divided by the ratio of GDP in market prices in millions, chain-linked volumes, reference year 2005 (CLV05), at 2005 exchange rates in national currency per total number of persons employed in persons. The change in nominal unit labour cost is the change in total compensation of employees per number of employees not covered by the change in labour productivity plus the change in share of employees in total employment. Input data is obtained through official transmissions of national accounts' country data in the ESA95 transmission programme. The NULC is calculated by the formula: (total D1 in national currency / total employees in persons) / (GDP in market prices in CLV05 in national currency / total employment in persons). Data are expressed as percentage change of indexes comparing year Y with year Y-3.

Debito del settore privato (non consolidato)

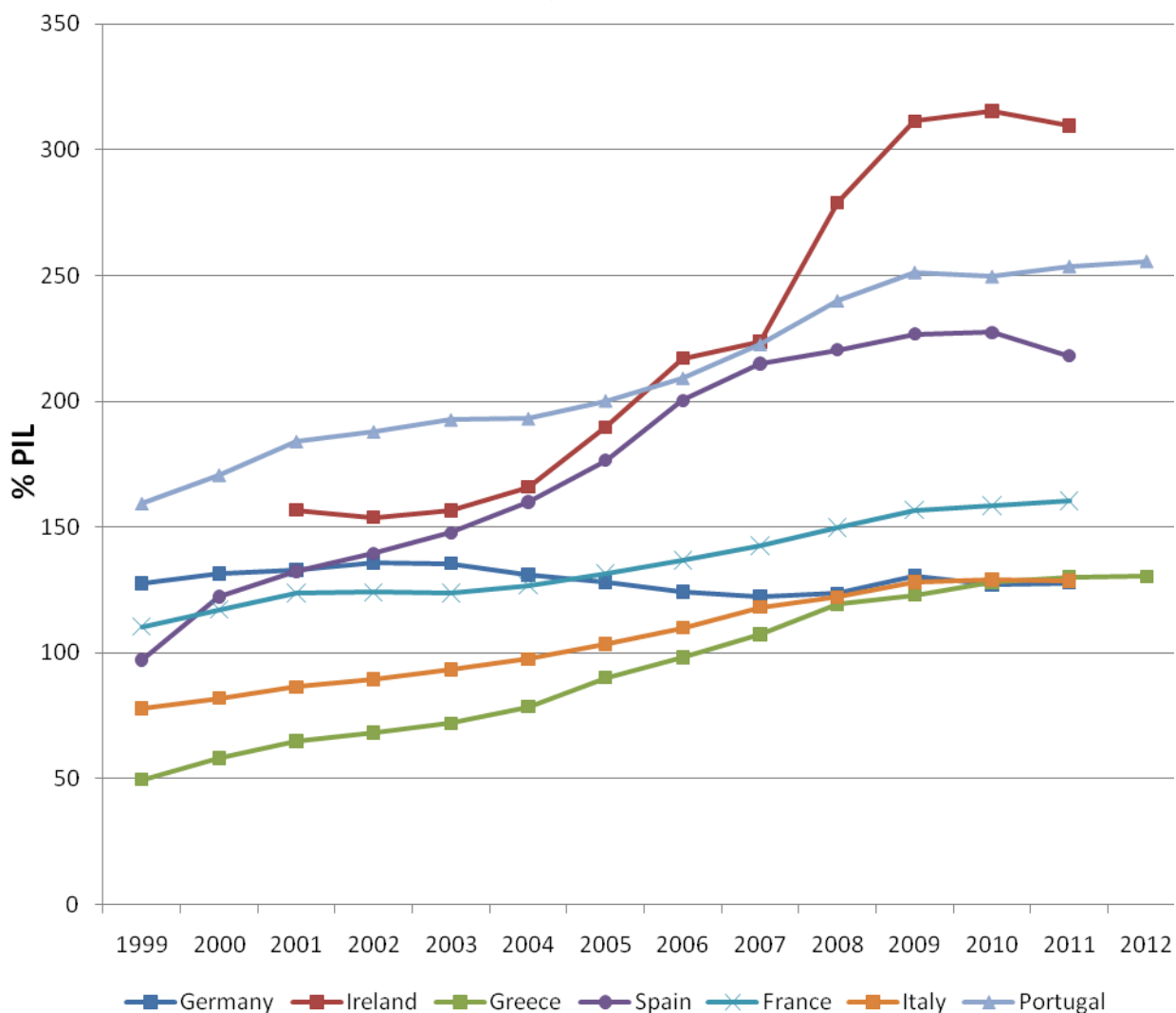


Figura 4 - Fonte: Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard 2012)

Short Description: The private sector debt is the stock of liabilities held by the sectors Non-Financial corporations (S.11) and Households and Non-Profit institutions serving households (S.14_S.15). The instruments that are taken into account to compile private sector debt are Securities other than shares (F.3) and Loans (F.4), that is, no other instruments are added to calculate the private sector debt. Definitions regarding sectors and instruments are based on the ESA 95. Data are expressed in million euros and presented in non-consolidated terms, i.e. taking into account transactions within the same sector.

Debito Pubblico

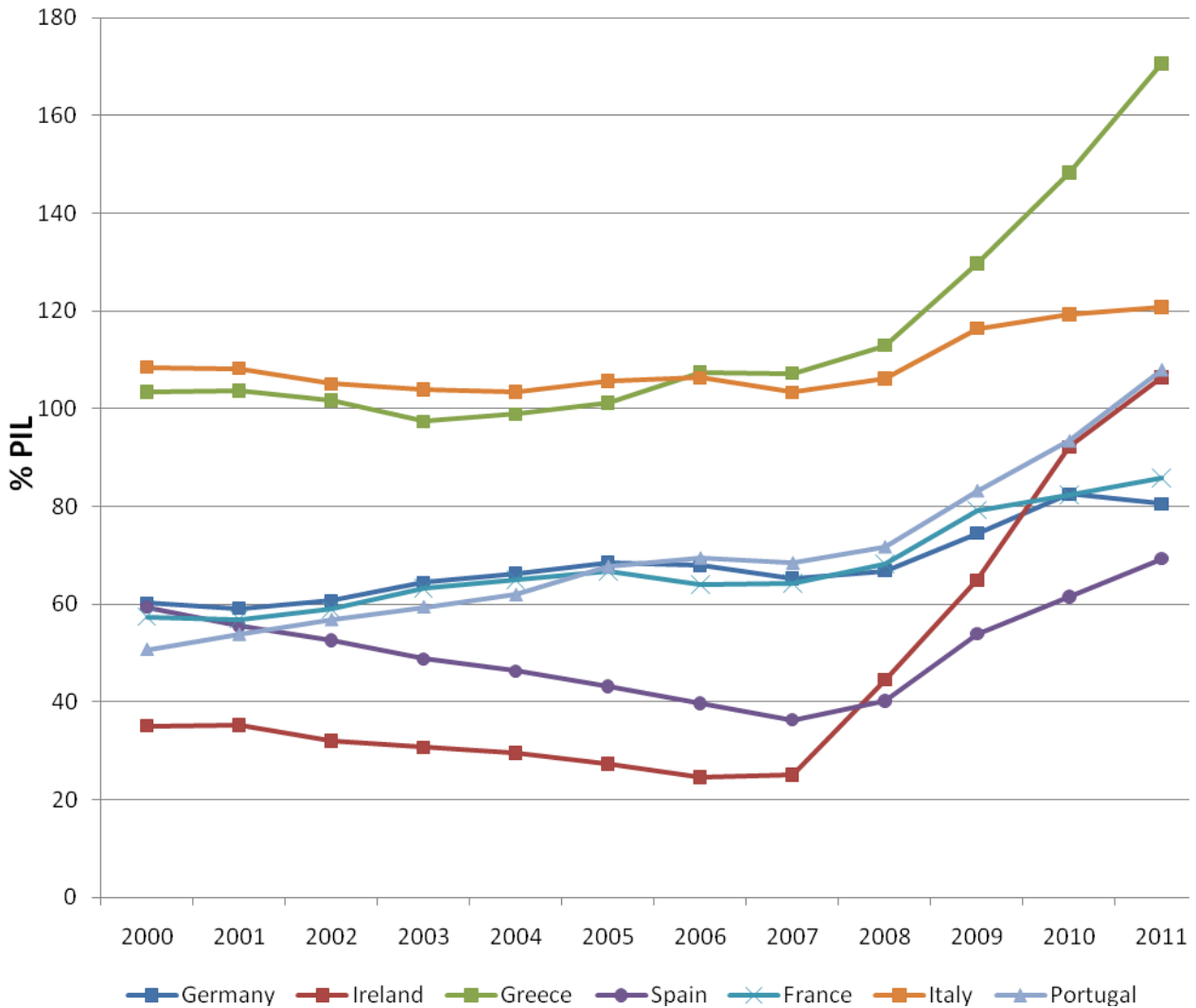


Figura 5 - Fonte: Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard 2012)

Short Description: Government debt is defined in the Maastricht Treaty as consolidated general government gross debt of the whole general government sector at nominal value, outstanding at the end of the year. The general government sector comprises central government, state government, local government, and social security funds. The relevant definitions are provided in Council Regulation 479/2009, as amended by Council Regulation 679/2010. Data for the general government sector are consolidated between sub-sectors at the national level. The series are measured in percentage of GDP. GDP used in denominator comes from the ESA95 transmission programme, not from EDP submissions, thus the differences between the EDP debt and Scoreboard debt as % GDP may arise as a result of different timetables in the transmission of the revised GDP data.

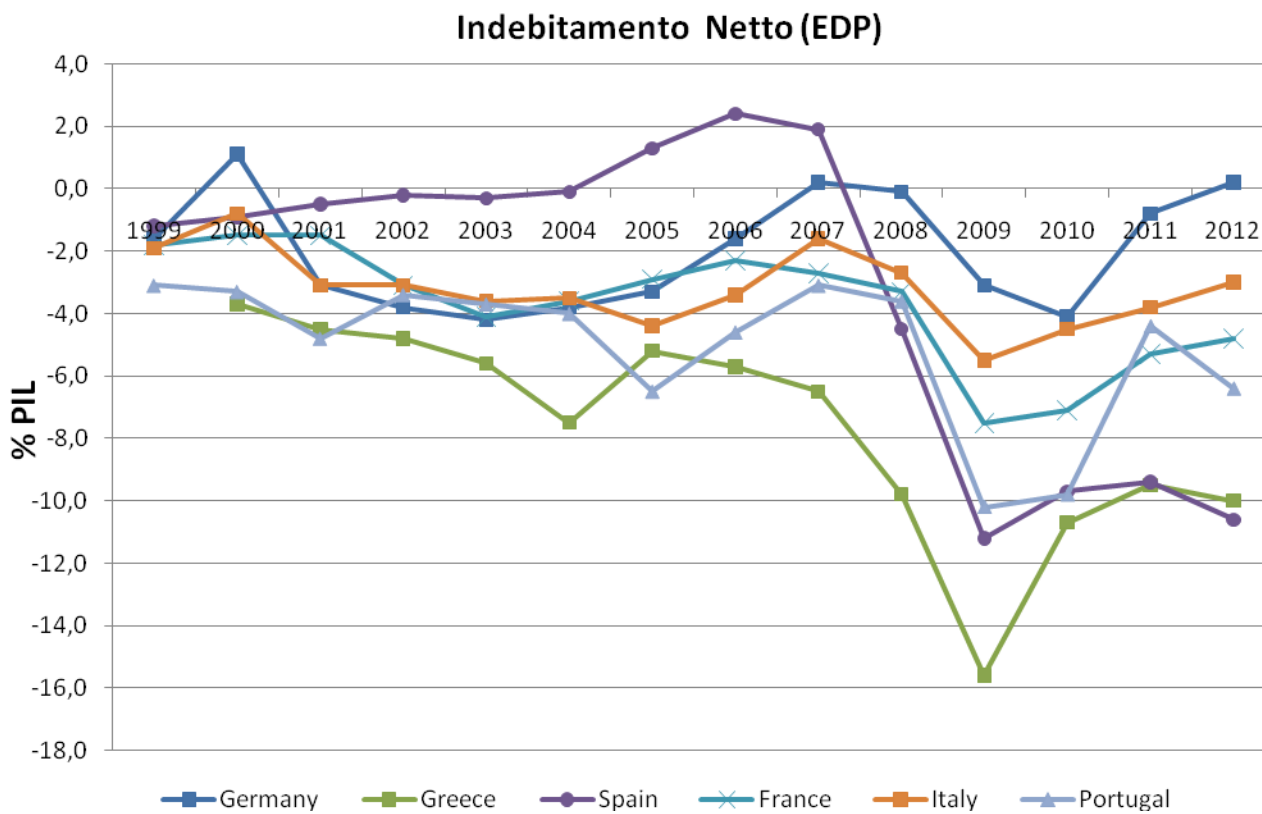


Figura 6 - Fonte: Eurostat (Excessive Deficit Procedure 2012)

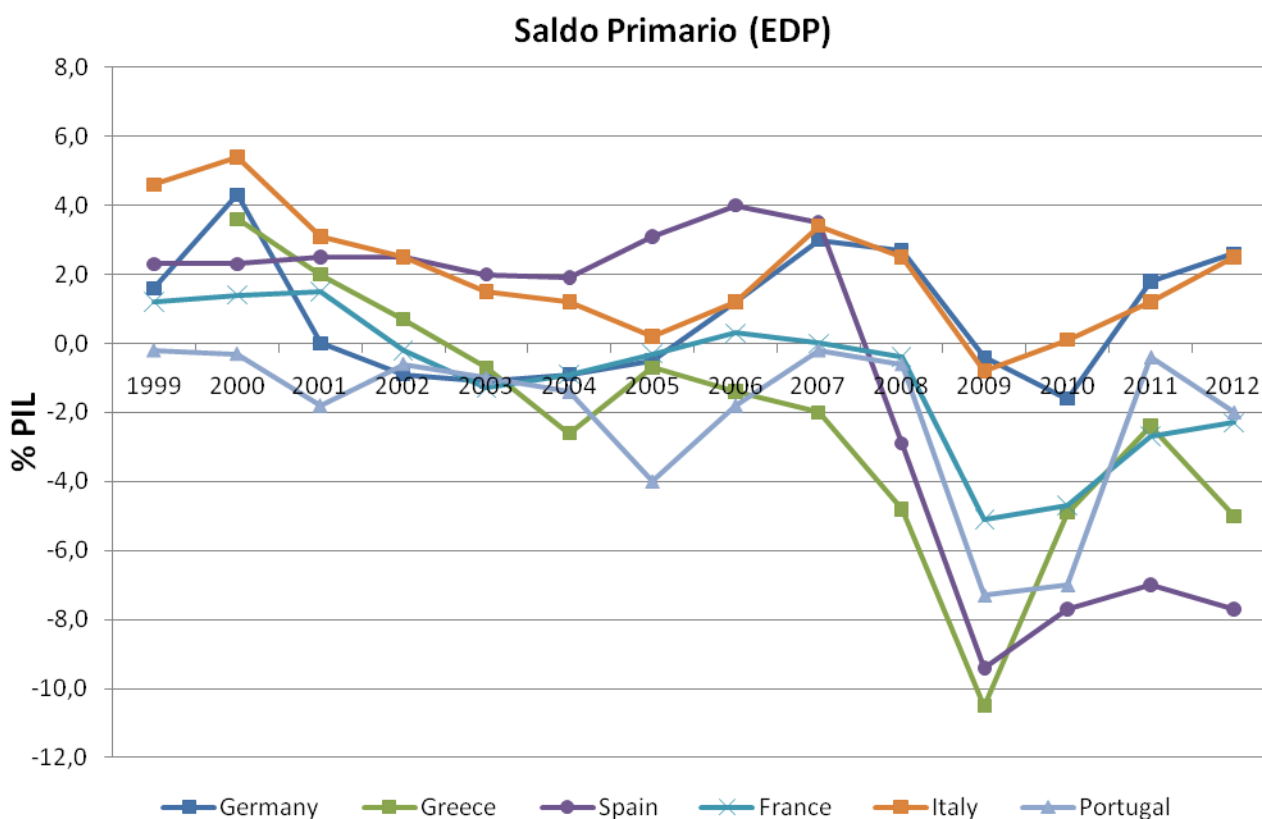


Figura 7 - Fonte: Eurostat (Excessive Deficit Procedure 2012)

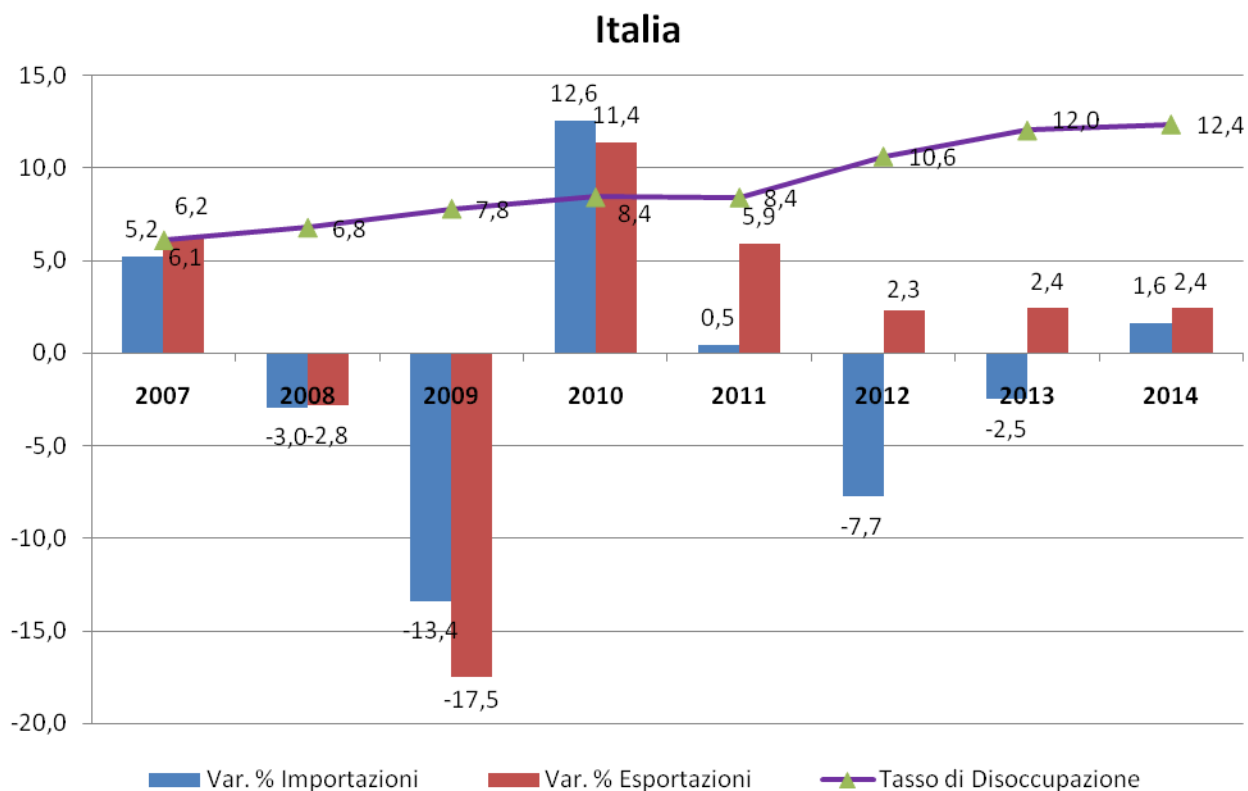


Figura 8.1 - Fonte: Elaborazioni su dati del World Economic Outlook Database 2013

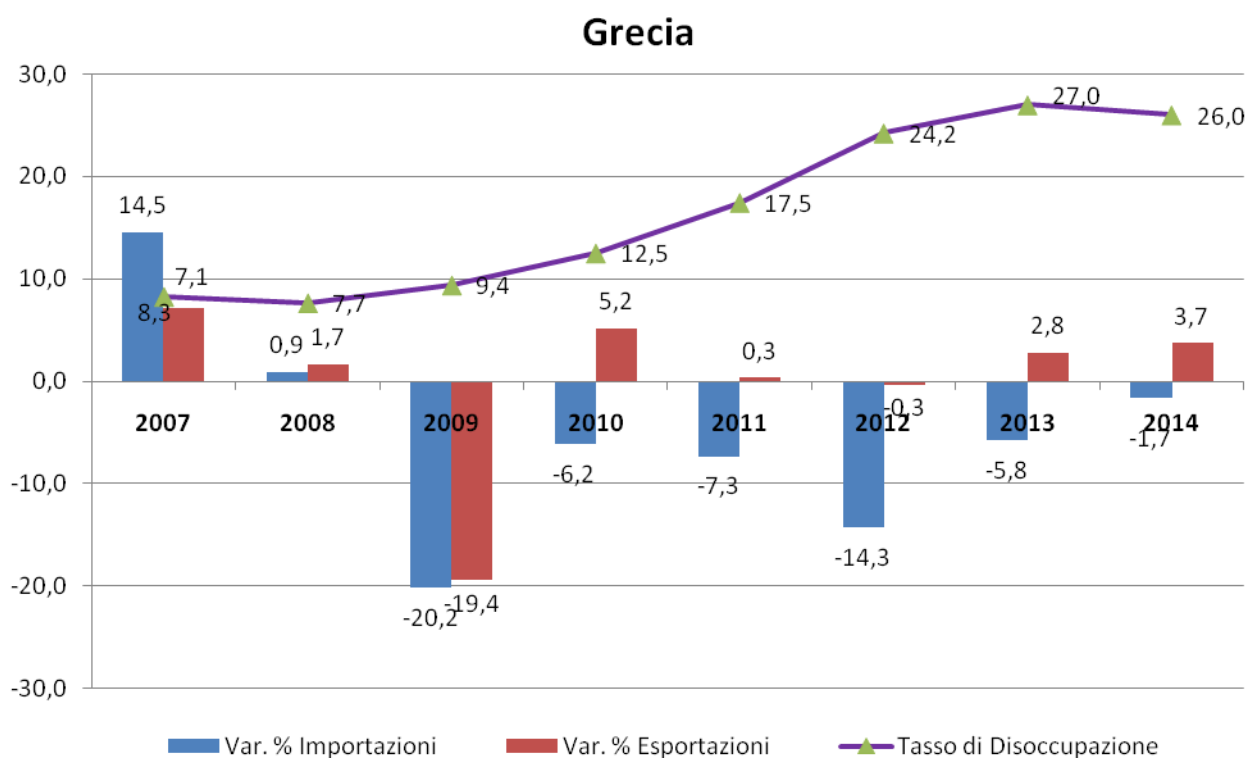


Figura 8.2 - Fonte: Elaborazioni su dati del World Economic Outlook Database 2013

Spagna

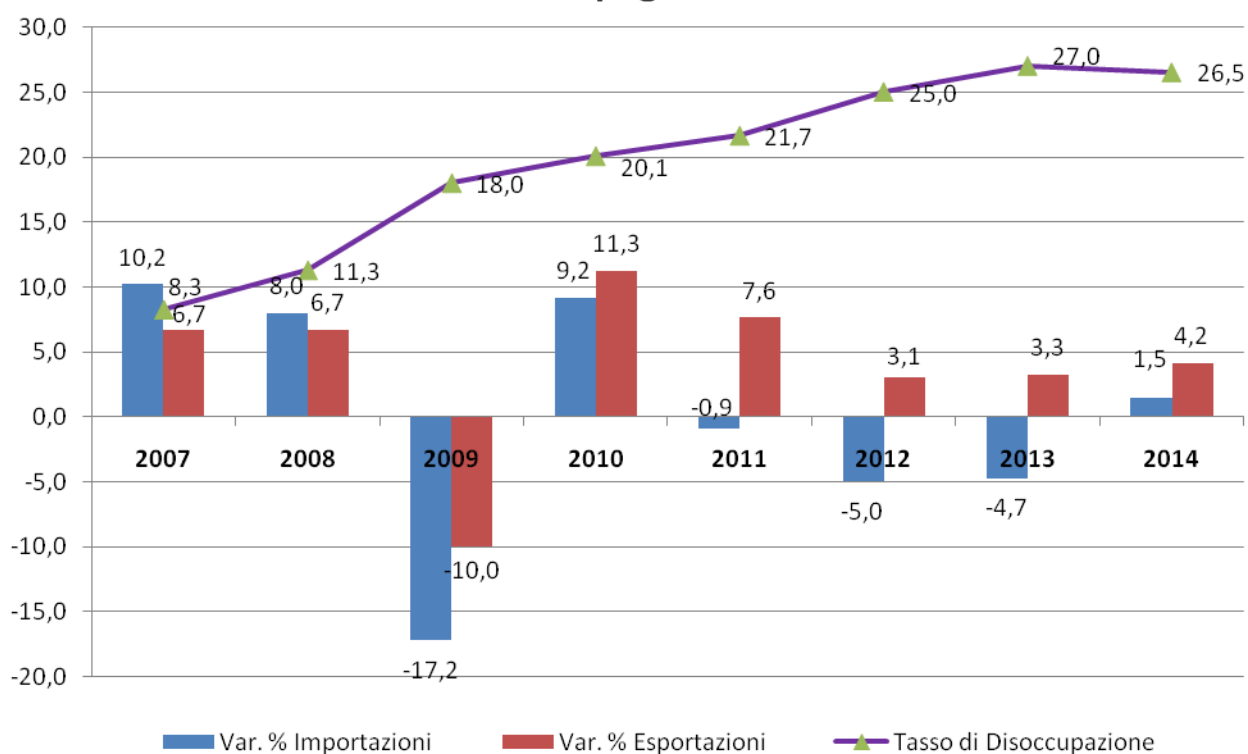


Figura 8.3 - Fonte: Elaborazioni su dati del World Economic Outlook Database 2013