

UN INTERVENTO COMUNE PER L'ITALIA: UN PROGRAMMA NON SANZIONATORIO DI INVESTIMENTO E DI RIFORMA*

Carlo Bastasin e Marcello Messori

Abstract

Il governo italiano deve proporre alle istituzioni europee un accordo contrattuale per la riforma del paese. Il processo di riforma economica e amministrativa va sottoposto a un rigoroso monitoraggio da parte delle istituzioni europee. A fronte di ciò, l'Italia otterrebbe un piano di medio termine per il rilancio degli investimenti privati e pubblici attraverso la mobilitazione di risorse europee, in parte già disponibili. L'accordo non è assimilabile ai programmi di assistenza finanziaria, di cui hanno usufruito altri paesi dell'euro-zona in anni recenti. Esso non avrebbe infatti carattere sanzionatorio, ma mirerebbe a stimolare quella formazione di capitale interrotta in Italia nel corso della crisi a causa dell'incertezza radicale sulla tenuta dell'euro-zona. E' tale persistente incertezza che, facendo leva sulle debolezze del paese, impedisce all'economia italiana di convergere con il resto dell'euro-area e finisce – così – per minare l'integrità dell'unione monetaria. La nostra nuova analisi, relativa all'impatto dell'incertezza radicale sulle decisioni di investimento e di risparmio, implica anche la necessità di una profonda revisione del sistema di governo dell'economia europea.

(*) Precedenti versioni di questo scritto hanno beneficiato dei commenti di: Lorenzo Bini Smaghi, Stefano Micossi, Fabrizio Saccomanni e Gianni Toniolo. Si ringrazia inoltre Matteo Pittiglio per l'assistenza alla ricerca, sfociata nella preparazione dei grafici.

1. Introduzione

Sono trascorsi oltre otto anni dal fallimento di Lehman Brothers e sette dall'inizio della crisi europea dei debiti sovrani e del settore bancario, ma la sostenibilità dell'euro-area è tuttora in dubbio. Tranne che negli ultimi mesi, il tasso medio di crescita di questa area continua a rimanere al di sotto di quello statunitense soprattutto a causa della divergente *performance* di alcuni dei suoi paesi più fragili.

L'Italia, terza economia dell'EMU, appare come il principale imputato. La sua persistente recessione macroeconomica oggi sfociata in una troppo debole ripresa, la stagnazione delle sue diverse forme di produttività e la vulnerabilità del suo settore finanziario rappresentano una minaccia non solo per la sua stabilità ma per quella dell'unione monetaria, rendono problematica una politica monetaria comune e allontanano la costruzione di meccanismi di condivisione dei rischi. Ciò alimenta le tensioni tra gli stati membri e condiziona le iniziative delle istituzioni centrali.

La divergenza tra le economie europee si riflette anche nelle opinioni dei cittadini. Si affermano infatti visioni contrapposte dell'EMU: i paesi più fragili, in particolare l'Italia, percepiscono sempre più le regole europee come una gabbia e resistono alle richieste di riduzione dei propri rischi; i paesi più competitivi, in particolare la Germania, avvertono ogni forma di condivisione dei rischi nell'euro-area come il 'cavallo di Troia' per addossare a essi costi di altri. Tale contrapposizione mette a rischio la sostenibilità dell'unione monetaria.

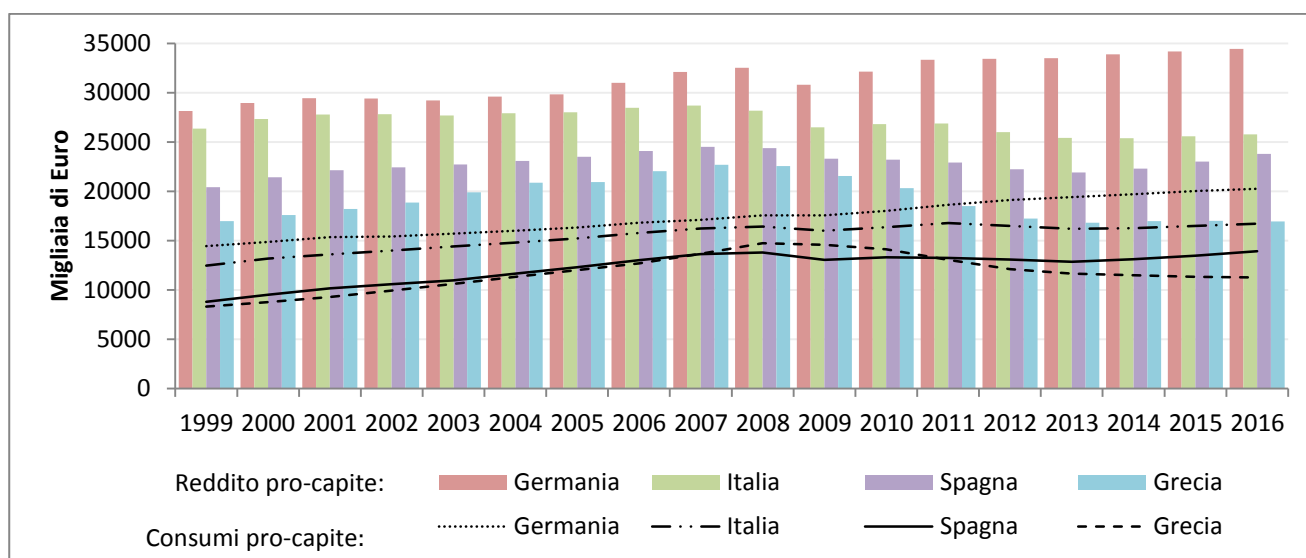
In queste pagine introduciamo una spiegazione della dinamica della crisi che si incentra sugli *shock* istituzionali, provocati da un'incertezza irriducibile a calcoli probabilistici, in primo luogo rispetto alla possibile rottura dell'euro. Definiamo tale incertezza come 'incertezza radicale'. La nostra analisi sostiene che questa incertezza si scarica, prevalentemente, sulle decisioni di investimento e di risparmio. Per di più gli effetti degli *shock* istituzionali sono persistenti: essi sopravvivono all'assorbimento del loro impatto squilibrante di breve termine e, anche, alla rimozione delle loro cause. Gli stati membri dell'euro-area risultano, così, colpiti da una forma di isteresi – cioè, di persistenza degli effetti di un fenomeno anche dopo la scomparsa dei fattori che lo hanno causato. Questa forma di isteresi spiega la mutata dinamica degli investimenti e dei risparmi in molti paesi dell'euro-area, che ha soffocato il processo di formazione del capitale. La centralità degli *shock* istituzionali e della connessa isteresi segnala l'inadeguatezza dell'attuale sistema di governo economico dell'EMU, che si fonda sui principi dell'area monetaria ottimale ed esamina l'impatto degli *shock* (idiosincratici e sistemici) soprattutto sugli squilibri nella domanda di consumo e sulle inefficienze dell'offerta.

Pur dovendo confrontarsi con le proprie specifiche anomalie (*in primis*, l'inefficiente allocazione delle risorse) e pur dovendo perciò utilizzare alcune delle ricette convenzionali di aggiustamento, l'Italia non può correggere la sua posizione di fragilità nell'EMU senza nuove strategie di intervento europeo. Poiché l'incertezza riguarda la tenuta istituzionale dell'euro-area, anche la soluzione deve avere natura istituzionale. Si tratta di disegnare un programma di riforma del paese che sia volontario ma concordato con le istituzioni europee. La principale caratteristica di questo accordo risiede nel delegare alle istituzioni europee la funzione di controllo delle misure nazionali che realizzano il programma di riforma concordato. L'accertata implementazione dell'accordo deve essere poi accompagnata da un flusso di investimenti, finanziati da risorse europee, che rispondano a criteri di efficienza e che siano anch'essi sottoposti a verifiche sovranazionali lungo un arco di tempo quinquennale.

2. Le interpretazioni convenzionali e il caso italiano

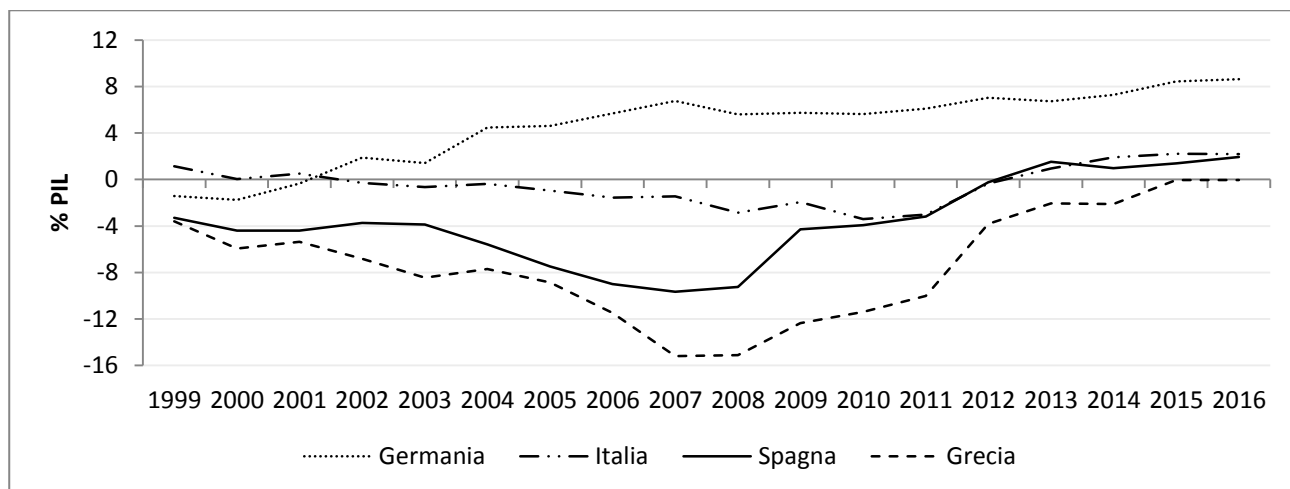
Tra l'avvio dell'unione monetaria e l'inizio della crisi internazionale, l'euro-area è stata caratterizzata da due fenomeni: un processo di convergenza fra diversi stati membri rispetto ad alcune variabili 'reali' (reddito *pro capite* e consumi *pro capite*: cfr. Fig. 1), ma anche una cattiva allocazione degli abbondanti flussi interni di credito e dei flussi finanziari spostati dai paesi 'core' ai paesi più fragili. Quando si è manifestata la doppia crisi 'reale' che ha colpito l'unione monetaria (terzo trimestre del 2008 – terzo trimestre del 2009 e quarto trimestre del 2011 – primo trimestre del 2013), le conseguenze sono state rilevanti e asimmetriche: i detentori di ricchezza dei paesi 'core' hanno drasticamente ridotto i loro investimenti finanziari negli stati membri più fragili e hanno aumentato le loro posizioni liquide; la maggior parte dei paesi fragili è stata così costretta ad attuare un violento aggiustamento recessivo per riassorbire gli ormai insostenibili squilibri negativi delle proprie partite correnti (cfr. anche Fig. 2). Tale diversa reazione ha ostacolato un'interpretazione condivisa dei fatti.

Fig. 1: Reddito *pro-capite* e consumo *pro-capite*



Fonte: AMECO

Fig. 2: Andamento delle partite correnti



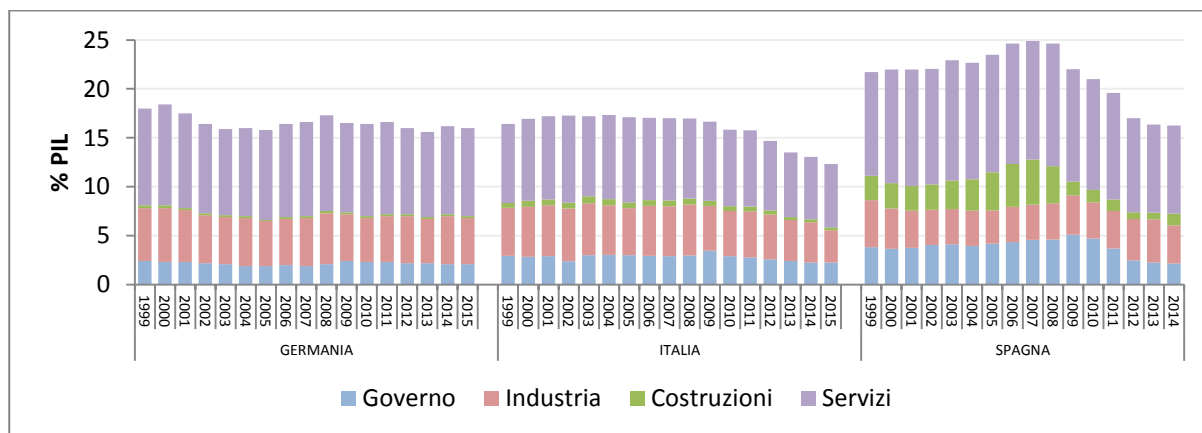
Fonte: IMF

Una prima lettura, popolare in Italia e in altri stati membri fragili, è che la crisi finanziaria internazionale abbia contagiato l'euro-area e si sia trasmessa all'economia 'reale' aggravando i *deficit* nei bilanci pubblici nazionali, rendendo insostenibili gli squilibri nelle partite correnti e accentuando le divergenze di competitività. La responsabilità della successiva crisi europea è, quindi, attribuita agli eccessivi rischi assunti dalle banche degli stati membri più forti e alle scelte recessive di politica fiscale che, a differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti, hanno impedito un riassorbimento più graduale degli squilibri e il sostegno pubblico e privato dei redditi e dei consumi.

Una seconda lettura, popolare in Germania e in altri stati membri forti, individua invece le radici della crisi europea nei comportamenti distorti, adottati dai paesi più fragili durante la fase espansiva che ha preceduto la crisi: il mancato aggiustamento dei loro squilibri micro- e macro-economici e la connessa inefficiente allocazione degli ingenti afflussi di risorse finanziarie. Tali distorsioni hanno ampliato gli squilibri delle partite correnti di molti degli stati membri più fragili. Di conseguenza, la crisi finanziaria internazionale e la connessa 'fuga verso la qualità' degli investitori hanno obbligato questi stessi paesi ad adottare drastiche compressioni salariali e occupazionali. Secondo tale interpretazione, la definitiva uscita dai problemi dell'euro-area richiede quindi che i paesi più fragili (d'ora in poi, indicati anche come paesi periferici) riducano i propri rischi specifici e attuino riforme cosiddette strutturali. Il fatto che alcuni di questi stati membri dell'euro-area accusino, ancora oggi, gravi squilibri economici dipenderebbe dal loro rifiuto di perseguire le linee appena dette. Al riguardo, il maggiore imputato è rappresentato dal solo fra gli stati membri periferici che non abbia fatto ricorso a un programma europeo di aiuti: l'Italia. Il nostro paese è, quindi, chiamato a "fare i propri compiti" per ridurre squilibri e rischi che potrebbero produrre instabilità nel resto dell'EMU.

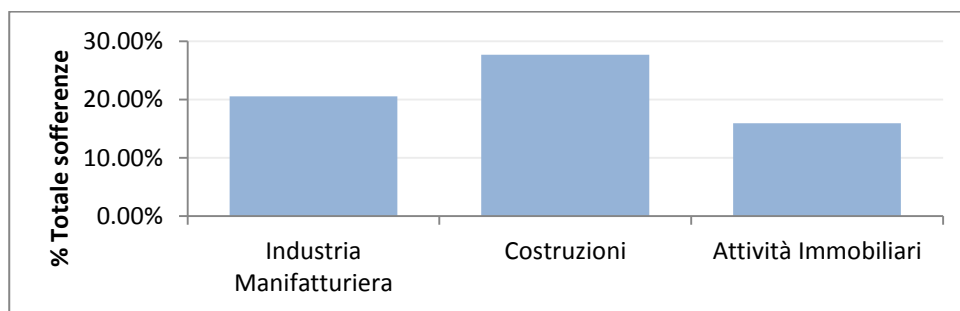
L'evidenza empirica sembra avallare più la seconda descrizione che la prima (cfr. anche le precedenti Fig. 1 e 2), sebbene le responsabilità di una cattiva allocazione delle risorse non siano solo dei debitori ma anche dei finanziatori. Dopo l'adozione dell'euro e prima della crisi finanziaria internazionale, nei paesi periferici si sono realizzati massicci investimenti, sia da parte di attori interni che esteri, in comparti inefficienti con scarso impatto positivo sulla dinamica della produttività del lavoro (cfr. Fig. 3). In Spagna e Italia il credito erogato ha fatto registrare tassi di aumento ben più alti di quelli del prodotto interno lordo fino alla fine del 2010 o del 2011, ma il finanziamento si è concentrato su investimenti a bassa efficienza. Ciò ha poi causato l'accumulazione di un ingente stock di sofferenze bancarie non solo in Spagna ma anche in Italia (cfr. Fig. 4). Per contrastare gli effetti della crisi, il nostro paese, come quasi tutti gli stati membri dell'EMU, si è sforzato di attuare politiche di offerta e politiche di domanda conformi alle indicazioni delle istituzioni europee. Così, già dalla fine del 2011, i governi italiani hanno cercato di migliorare il funzionamento delle istituzioni economiche, di attenuare le segmentazioni nel mercato del lavoro, di incentivare gli investimenti delle imprese e la formazione di capitale umano al fine di accrescere il prodotto nazionale potenziale nel lungo termine; e, specie dal 2014, essi hanno cercato di contrastare fluttuazioni negative di breve termine del reddito mediante politiche di sostegno della domanda.

Fig. 3: Investimenti per macro-settori di attività



Fonte: EUROSTAT

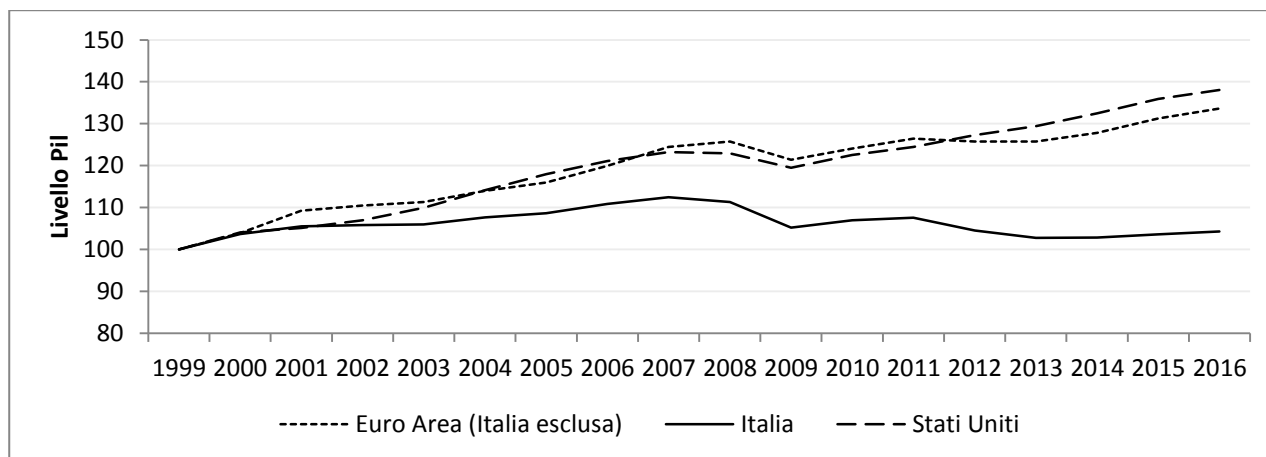
Fig. 4: Distribuzione delle sofferenze bancarie in Italia per alcuni settori di attività (% sul totale)



Fonte: Banca d'Italia, Settembre 2016

Nonostante ciò, la divergenza dell'economia italiana rispetto al resto dell'EMU si è aggravata: nel 2015 quasi tutti gli stati membri (ma non l'Italia) hanno superato il livello del reddito prodotto nel picco del 2007-'08; e, se si esclude sempre l'Italia, essi stanno ormai registrando tassi di crescita allineati a quelli ottenuti prima della crisi internazionale e allineati - in media - a quelli statunitensi (cfr. Fig. 5).

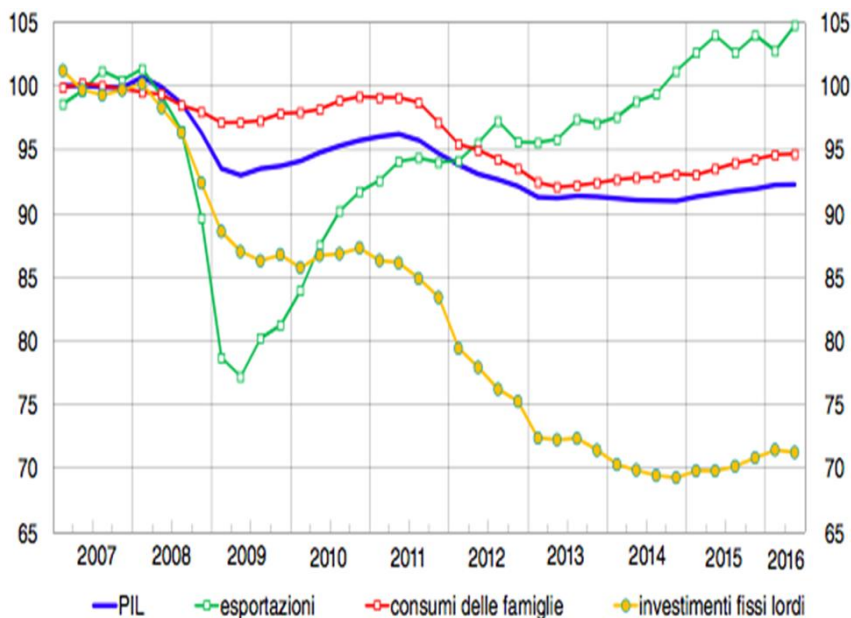
Fig.5: Andamento del PIL.



Note: 1999=100
Fonte: AMECO

Tali divergenze non appaiono affatto causate dall'attuazione in Italia di politiche di domanda più restrittive rispetto a quelle adottate in altri paesi periferici. Prova ne sia che la diminuzione nel livello dei consumi delle famiglie italiane è stata ritardata e attenuata rispetto alla caduta del reddito *pro-capite*, durante le recessioni, ed è stata una componente positiva durante la fragile recente ripresa; a cadere, in misura molto più vistosa, sono stati gli investimenti, specie quelli fissi lordi (cfr. Fig. 6).

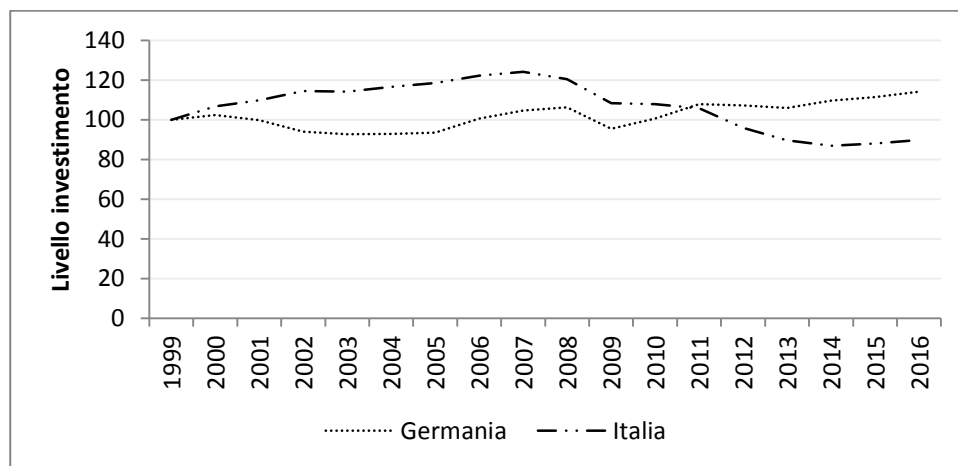
Fig. 6: Andamento degli investimenti fissi lordi e di altre componenti della domanda aggregata in Italia.



Fonte: Banca d'Italia

La Figura 7 mostra che il fenomeno riguarda, in Italia (e in altri paesi periferici), anche gli investimenti aggregati (pubblici e privati) e che non trova riscontro in Germania (e in altri paesi centrali). Nel 2016 il livello degli investimenti nell'euro-area risultava inferiore dell'8% rispetto a quello del 2008; per circa 6 punti percentuali questo divario è imputabile al calo degli investimenti privati e pubblici italiani.

Fig. 7: Andamento degli investimenti aggregati.



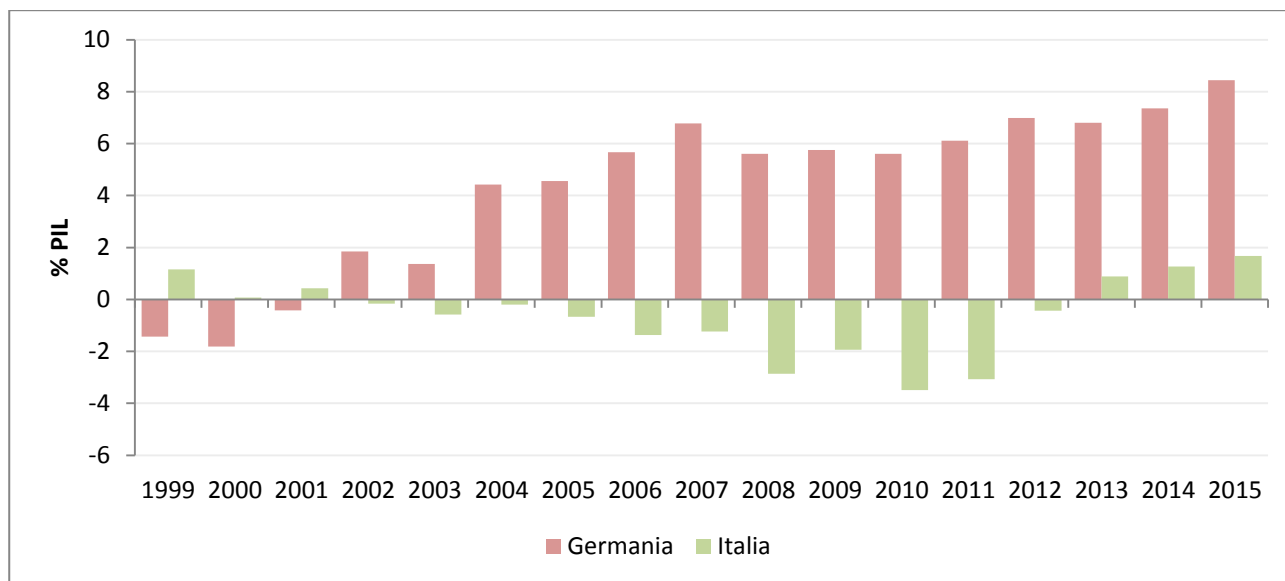
Note: 1999=100

Fonte: AMECO

3. Incertezza radicale e *shock* specifici

Ogni avanzo delle partite correnti di un dato paese o di una data area ha, come corrispettivo, un corrispondente divario positivo fra risparmi aggregati (privati e pubblici) e investimenti aggregati (privati e pubblici). Fra i grandi paesi dell'EMU, i due casi più significativi sono rappresentati dalla Germania e dall'Italia (cfr. Fig. 8). Nei due paesi la reazione alle crisi internazionali ed europee, verificatesi fra il 2008 e il 2013, è stata però diversa: come emerge anche dalle Fig. 1 e 3, in Germania si è verificato un fortissimo incremento dei risparmi, in Italia si è registrato un crollo degli investimenti.

Fig. 8: Risparmi aggregati netti



Note: Differenza tra risparmi (pubblici e privati) e investimenti (pubblici e privati).

Fonte: World Bank

I dati della Figura 6 mostrano che in ognuno dei due periodi, compresi fra il 2008 e il 2009 e fra il 2010 e il 2012, gli investimenti fissi lordi in Italia hanno subito una caduta pari al 15% cumulando così, nell'arco di quattro anni, un crollo del 30%. Si tratta di eventi rarissimi per un'economia avanzata, che non sembrano trovare una plausibile spiegazione in base alla funzione *standard* di domanda privata di investimento, in cui le variabili indipendenti sono date da (i) le aspettative dell'investitore circa i futuri ricavi totali netti attualizzati del potenziale investimento e da (ii) il livello del tasso di interesse di medio-lungo termine. In presenza di tassi di interesse nominali e 'reali' ai minimi storici, un crollo del 30% degli investimenti fissi lordi è giustificato solo se gli investitori subiscono una discontinuità (in negativo) rispetto alla loro fiducia circa il futuro o rispetto al loro atteggiamento rispetto al rischio. Una discontinuità di questa portata chiama, però, in causa una situazione che non è più caratterizzata da un rischio (stocasticamente) misurabile bensì da incertezza radicale.

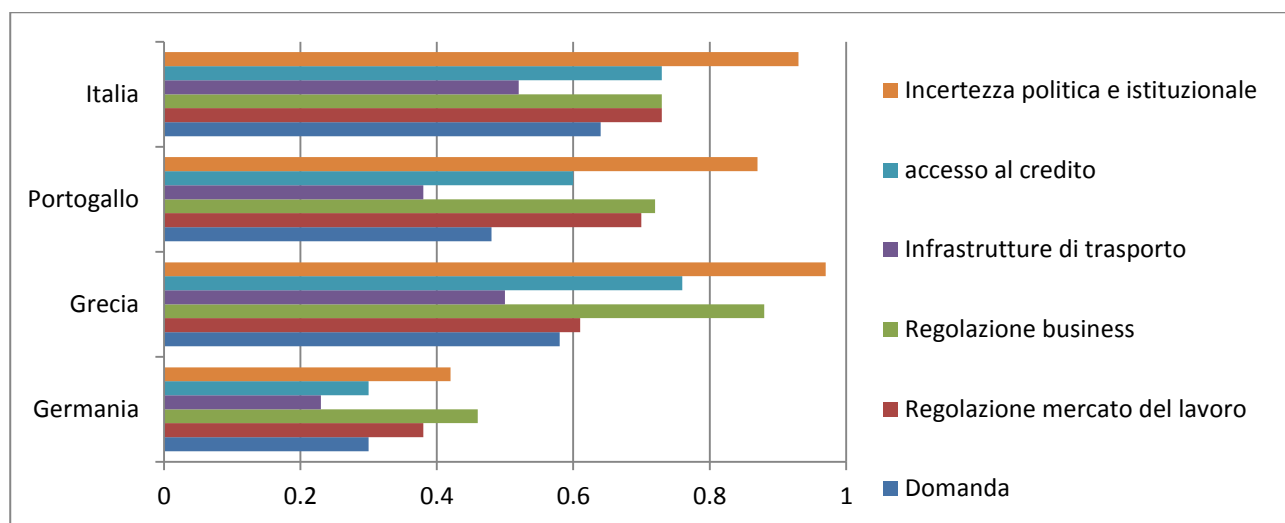
Il confronto con i dati spagnoli permette di aggiungere che l'incertezza radicale ha generato, in Italia, isteresi. Anche nel caso spagnolo, la crisi internazionale del 2008-'09 e quella specifica ai due paesi dell'estate-autunno 2011 hanno causato una pesante caduta degli investimenti aggregati e, in coincidenza con i dubbi sulla permanenza italiana e spagnola nell'area-euro, hanno accentuato la successiva recessione. Dopo la scelta effettuata dal governo spagnolo di ricorrere a una nuova forma di assistenza europea riguardo al proprio settore bancario (luglio 2012), gli andamenti economici di Italia e Spagna hanno però iniziato a divergere. Il settore bancario italiano ha subito un incremento esponenziale dei crediti deteriorati; le imprese non finanziarie italiane hanno continuato a comprimere gli investimenti e non hanno introdotto

innovazioni produttive e organizzative; il governo italiano ha cercato di contrastare i cali occupazionali ma, così facendo, ha anche ostacolato l'uscita dal mercato delle attività produttive con un'allocazione inefficiente del capitale. Di conseguenza gli *shock*, che hanno prodotto incertezza radicale e hanno abbattuto gli investimenti, sono stati in Italia così persistenti da prolungare il proprio impatto anche dopo che l'intervento della Bce (con l'OMT di luglio-settembre 2012) aveva fortemente ridotto i rischi di rottura dell'euro-area.

Gli *shock* esogeni in esame hanno prodotto incertezza radicale anche in Germania. Le divergenze strutturali fra Germania e Italia hanno trovato, però, espressione in effetti parzialmente diversi. I dati delle Fig. 1, 7 e 8 mostrano infatti che, in Germania, si è registrato un forte aumento nel risparmio delle famiglie. Tale fenomeno sottolinea che, a fronte dell'irruzione di incertezza radicale, la tenuta della crescita macroeconomica tedesca e dei livelli occupazionali non è bastata a evitare un aumento dell'avversione al rischio e di conseguenti comportamenti precauzionali da parte delle famiglie che hanno aumentato la propensione al risparmio. Ulteriori stimoli alla propensione tedesca al risparmio sono stati poi indotti dalla maggiore incertezza circa i futuri redditi personali e dei propri famigliari, dovuti alle ripetute modifiche nei sistemi pensionistici e alla maggiore precarietà di varie forme di occupazione, e dalla caduta nei tassi di rendimento dei portafogli finanziari. Inoltre, la Germania ha attuato un graduale ri-equilibrio del suo bilancio pubblico.

Anche se gli incrementi dei risparmi aggregati tedeschi sono stati più accentuati dei cali negli investimenti aggregati (specie da parte delle imprese non finanziarie tedesche), fra l'inizio della crisi finanziaria internazionale e la fine della recessione nell'euro-area in Germania (e in Francia) gli investimenti aggregati hanno fatto comunque segnare un andamento peggiore rispetto a quello registratosi negli Stati Uniti e nel Regno Unito. L'interpretazione della Commissione europea è che il deludente andamento complessivo degli investimenti europei non sia direttamente imputabile ai tradizionali fattori di domanda o di offerta, bensì a fattori meno convenzionali. Essa fa appunto riferimento a frizioni finanziarie e ad aumenti nell'avversione al rischio che tendono però ad avere impatti protratti nel tempo in quanto, scaricandosi comunque sulla formazione di capitale, contribuiscono a vincolare la dinamica della produzione aggregata potenziale dei vari paesi dell'EMU. I *survey*, condotti dalla Banca Europea degli Investimenti (EIB) mostrano che gli *shock* di natura istituzionale o politica hanno costituito un essenziale freno agli investimenti europei (cfr. Fig. 9); e, in particolare, che questi *shock* sembrano aver avuto un impatto rilevante anche sugli investimenti tedeschi.

Fig. 9: Fattori istituzionali con impatti negative sugli investimenti



Fonte: Elaborazione su dati EIB – Investment and Investment Finance in Europe – 2016

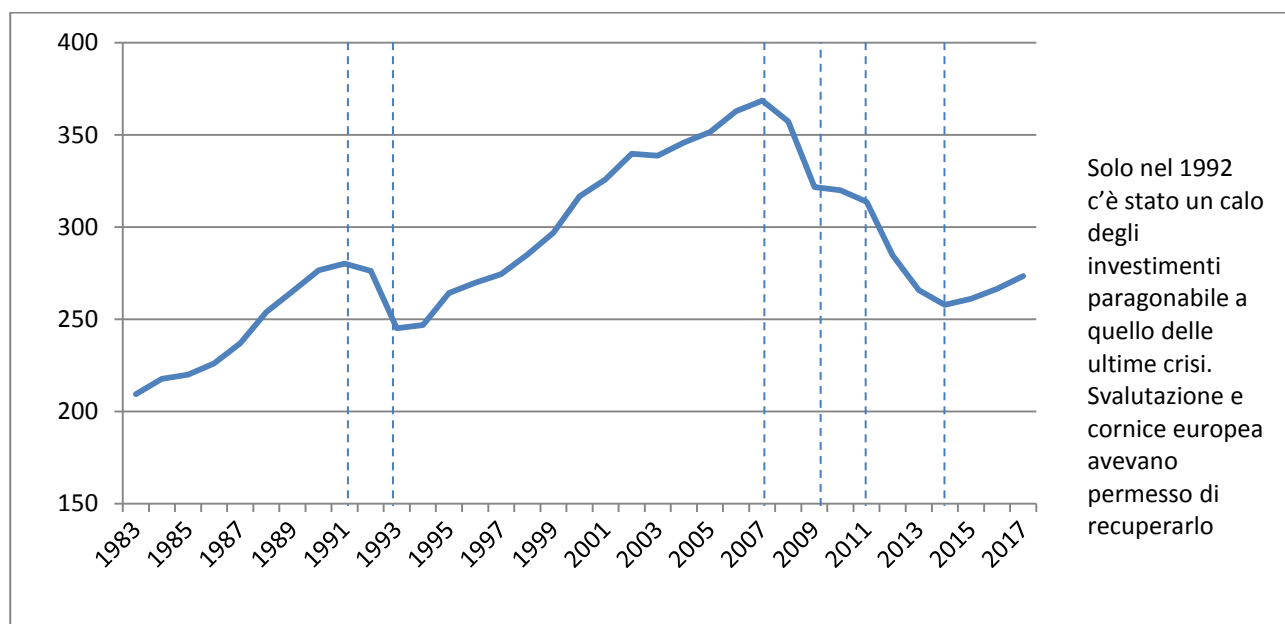
L'evidenza, fornita dalla Fig. 9, non può escludere che gli *shock* istituzionali siano legati agli *shock* economici da una interazione complessa; l'impatto dei primi potrebbe essere, infatti, accresciuto da un rafforzamento delle aspettative circa la crisi dell'euro che, a sua volta, potrebbe essere plausibilmente basato su *shock* economici negativi. Anche se un'eventualità del genere apparisse convincente, gli *shock* istituzionali continuerebbero ad avere un peso rilevante.

4. Il ruolo degli shock istituzionali

I dati forniti nei precedenti paragrafi indicano che, almeno nell'euro-area, l'andamento divergente dei risparmi aggregati e degli investimenti aggregati ha svolto il ruolo più rilevante nel determinare quelle variazioni di domanda e di offerta che hanno causato gli squilibri macroeconomici e le lunghe fasi di recessione o di stagnazione in quasi tutti gli stati membri dell'EMU. Per di più alcune letture di tali dati suggeriscono che, a loro volta, le dinamiche dei risparmi aggregati e degli investimenti aggregati sono state anche – se non soprattutto – determinate da *shock* istituzionali. Se quest'ultimo suggerimento risultasse confermato da ulteriori analisi, verrebbe posta in questione la stessa efficacia dei diversi interventi di aggiustamento – più o meno convenzionali – raccomandati dalle istituzioni europee oppure dai loro critici più radicali. Insistendo sulla necessità di rafforzare la struttura dell'offerta mediante le cosiddette riforme strutturali oppure di rilanciare la domanda mediante il sostegno dei redditi medio-bassi e dei consumi, si finirebbe infatti per trascurare la causa essenziale dei pur differenti squilibri macroeconomici che hanno colpito i paesi europei: il divario negativo fra investimenti aggregati e risparmi aggregati indotto da un'incertezza radicale che ha avuto e continua ad avere (almeno parte del) le sue radici in *shock* istituzionali. Vale, quindi, la pena di offrire qualche ulteriore spunto per confermare tale chiave di lettura.

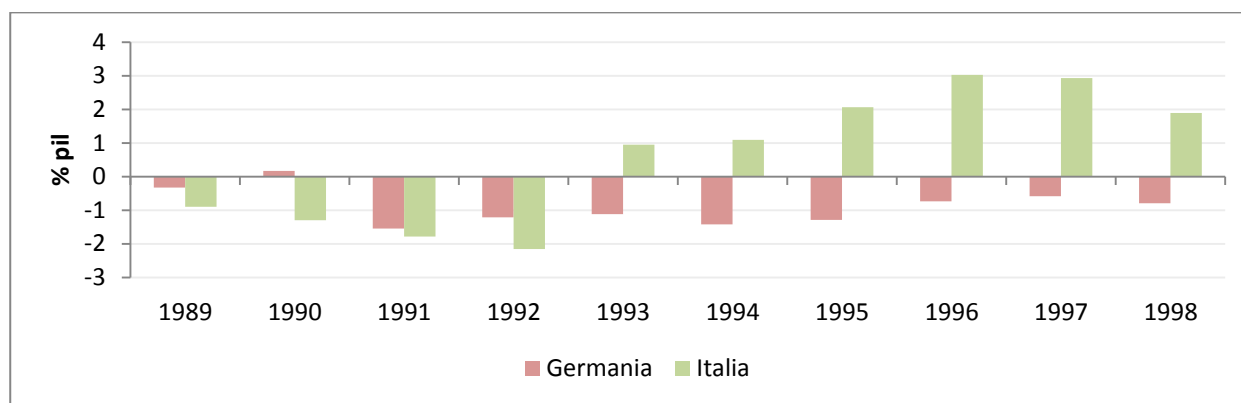
Ancora una volta è il caso italiano a fornire una riprova che *shock* persistenti e con forte impatto sugli investimenti possono anche – se non soprattutto – avere un'origine "istituzionale". Nel 1992 la nostra economia subì, infatti, una caduta degli investimenti fissi lordi pari al 15% che è, quindi, paragonabile ai corrispondenti crolli avvenuti fra il 2008 e il 2009 o fra il 2010 e il 2012. Per di più, la formazione di capitale in Italia subì un calo indotto da fattori istituzionali (cfr. Fig. 10).

Fig. 10 Shock istituzionali e formazione di capitale in Italia



Questo calo determinò consistenti risparmi aggregati netti positivi, in controtendenza rispetto a quanto avveniva in Germania (cfr. Fig. 11). In quello stesso anno, il sistema economico e istituzionale italiano fu peraltro caratterizzato da un insieme di fattori peculiari. Sotto il profilo economico, l'Italia offrì un contributo decisivo alla 'rottura' del sistema monetario di cambi fissi (il Sistema monetario europeo) in vigore dal 1979; il che, a sua volta, causò forte instabilità finanziaria e un'incontrollata svalutazione della moneta nazionale (la lira). Inoltre, il governo italiano (il governo Amato) varò una politica fiscale restrittiva che, dopo molti anni di forti *deficit*, portò a un *surplus* primario del bilancio pubblico nazionale destinato a durare per il futuro. Una discontinuità ancora più forte si registrò, tuttavia, sul piano politico-istituzionale. Le clamorose e pervasive accuse di corruzione, mosse da un gruppo di magistrati della Procura di Milano a carico dei *leader* di gran parte dei maggiori partiti nazionali e di svariati protagonisti dell'attività economica italiana, minò in modo irreversibile la fiducia, nutrita dai cittadini rispetto ai loro rappresentanti politici, e portò al dissolvimento del sistema dei partiti e alla sostituzione di una fetta consistente del ceto dirigente.

Fig. 11: *Risparmi aggregati netti*



Note: Differenza tra risparmi (pubblici e privati) e investimenti (pubblici e privati).

Fonte: World Bank

E' evidente che una tale combinazione di eventi negativi, di natura economica ma soprattutto politico-istituzionale, creò condizioni di incertezza così radicale in Italia da giustificare il crollo degli investimenti (pubblici e privati).

Nel 2008-'09 e nel 2011-'12 si sono verificate combinazioni altrettanto negative in Italia, pur se come effetto di eventi economici e politico-istituzionali differenti e di origine internazionale o europea. Il rapido propagarsi della crisi finanziaria internazionale al settore 'reale' fece emergere che il nostro preesistente elevato debito pubblico avrebbe limitato in modo stringente gli interventi statali a favore dell'economia. Pertanto anche le imprese e le famiglie italiane si trovarono a fronteggiare una situazione di incertezza radicale che, diversamente da quasi tutti gli altri paesi economicamente avanzati, non era arginata da un'attiva presenza statale. Una situazione ancora più grave si registrò fra la seconda metà del 2011 e il luglio del 2012, in quanto gli *shock* economici e istituzionali generarono incertezza radicale nell'euro-area proprio a partire dall'Italia (e dalla Spagna). Avendo percepito l'isolamento italiano, le nostre imprese e famiglie si trovarono di nuovo a fronteggiare una situazione di incertezza radicale, che contagiò anche molti altri paesi dell'EMU (inclusa, come abbiamo visto, la Germania).

Le similitudini fra le vicende del 1992 e quelle più recenti suggeriscono di esaminare i fattori che, dopo il 1992, consentirono una ripresa degli investimenti italiani. Qualora fossero oggi riproducibili, questi fattori offrirebbero infatti un'indicazione su come superare la

problematica situazione determinatasi in Italia dopo il 2012: nonostante l'uscita dalla recessione nel 2014 e i timidi segnali di ripresa nel biennio 2015-'16, l'economia italiana non sembra aver ancora superato la situazione di incertezza radicale e la connessa stagnazione degli investimenti pubblici e privati. Nel 1992 la reazione di breve termine si sostanziò in un forte processo di svalutazione che, al di là di ogni giudizio di efficacia, sarebbe oggi impraticabile data la nostra appartenenza all'unione monetaria. La reazione di medio termine rispetto all'incertezza radicale e alle sue conseguenze fu, invece, dettata da una peculiare opportunità esogena: la fissazione non negoziabile delle date di avvio della fase finale di costruzione dell'EMU (la cosiddetta 'fase tre'). Tale opportunità non è ripetibile. Essa indica, però, una prospettiva che potrebbe essere resa praticabile anche oggi: si tratta di colmare il divario fra gli investimenti e i risparmi stimolando i primi in un quadro di stabilità istituzionale pluriennale.

5. Isteresi e insufficienza delle policy convenzionali

La combinazione di *shock* istituzionali ed economici ha un impatto persistente sull'economia di cui è necessario tener conto. Bastino, al riguardo, un esempio italiano e uno tedesco (cfr. anche Fig. 6, 7 e 8). Il quadro macroeconomico italiano è certamente cambiato a seguito del lancio dell'OMT da parte della Banca Centrale Europea (BCE), che ha garantito l'integrità di medio termine dell'euro-area; eppure, dopo più di quattro anni, la propensione delle imprese private italiane verso gli investimenti non si è modificata in modo significativo. Da parte sua, il governo tedesco ha reso da tempo espansiva la propria *stance* fiscale nei confronti delle famiglie – incluso il ripristino di condizioni meno severe per l'accesso all'età pensionistica. eppure ciò ha avuto effetti marginali in termini di riduzione della propensione media al risparmio precauzionale. Inoltre, nel 2015 e nel 2016 i redditi reali delle famiglie tedesche hanno avuto tassi di crescita maggiori rispetto alla media europea.

Tali esempi mostrano che, anche se si rimuovono le determinanti più evidenti degli *shock*, i relativi effetti persistono e generano così isteresi. Se il divario negativo fra investimenti e risparmi è soggetto a isteresi, va però posto in discussione l'intero impianto della *governance* economica europea. L'idea guida di questa *governance* è che la divergenza fra i vari paesi dell'euro-area sia contrastabile, solo se si realizzano riforme cosiddette strutturali nei paesi più fragili e se si rilancia la domanda aggregata nei paesi più forti. Viceversa queste politiche convenzionali di offerta e di domanda non sono, di per sé, efficaci; esse vanno ridefinite e arricchite. Al riguardo, basti riferirsi ancora al caso italiano. I governi Monti, Letta e Renzi hanno introdotto molte riforme volte a rafforzare la struttura dell'offerta e la competitività dell'economia italiana; per di più, specie nell'ultima fase, il governo Renzi ha soprattutto cercato di perseguire politiche espansive per il sostegno della domanda. In entrambi i casi, non si sono avuti risultati incoraggianti in termini di investimenti e, quindi, di stimolo alla crescita di medio termine del paese.

Tale conclusione non è affatto sorprendente in termini di incertezza radicale e di isteresi. Per superare l'instabilità finanziaria e fiscale che ha fatto da cornice alle riforme introdotte dai tre precedenti governi italiani, sarebbe stato necessario eliminare non soltanto gli *shock* economici e politico-istituzionali ma anche la persistente incertezza radicale. Viceversa, sebbene l'approvazione delle riforme italiane sia stata facilitata dallo stato di emergenza indotto dal quadro di incertezza radicale, i contenuti delle stesse riforme non sono stati adeguati per superare questo quadro; anzi, essendo spesso percepiti come parziali e/o revocabili, tali riforme hanno accresciuto l'incertezza. Ciò vale a maggior ragione per i recenti tentativi, effettuati dal governo Renzi, di sostegno ai redditi medio-bassi e di rilancio della domanda interna mediante un allentamento della politica fiscale. Date la presenza di una persistente incertezza radicale e l'ambiguità di alcune delle scelte governative, i beneficiari di

questi tentativi non si sono mai convinti che si trattasse di misure permanenti anziché di misure temporanee; pertanto, essi hanno avuto la percezione che il quadro di incertezza aumentasse e hanno reagito di conseguenza.

L'effetto perverso delle iniziative, intraprese dai governi italiani, è stato aggravato dall'atteggiamento sanzionatorio assunto dalle istituzioni europee. I messaggi dell'EMU verso l'Italia e verso altri paesi fragili hanno assunto troppo spesso il seguente tenore: se non fate le riforme, verrete abbandonati a voi stessi. Tale tenore sanzionatorio non ha certo contribuito a disperdere l'incertezza. Anzi, come è stato esplicitamente teorizzato dal ministro delle Finanze tedesche Wolfgang Schäuble, i paesi più forti dell'EMU hanno individuato nell'incertezza non il nemico da combattere ma uno strumento atto a forzare l'attuazione di riforme o l'applicazione di una disciplina di bilancio che – diversamente – sarebbero state bloccate dai governi nazionali per il loro eccessivo costo politico-sociale di breve termine. Se però il crescente divario negativo fra gli investimenti aggregati e i risparmi aggregati è proprio dovuto a un eccesso di incertezza circa il futuro del paese coinvolto e dell'euro-area e se il fine è quello di ridurre quel divario, il ricorso alla stessa incertezza come strumento di *policy* condanna all'insuccesso ogni riforma dal lato dell'offerta e ogni sostegno della domanda. Così l'adozione di *policy*, che avvenivano sotto la minaccia delle sanzioni europee e che tendevano perciò ad aumentare la "incertezza istituzionale", ha addirittura rischiato di diventare controproducente.

Il principale errore della *governance* europea e delle conseguenti politiche convenzionali è appunto consistito nell'alimentare l'incertezza radicale anziché perseguirne l'eliminazione. Questo errore è stato rilevante e negativo perché l'incertezza, una volta manifestatasi, tende a radicarsi nelle decisioni di investimento e di risparmio degli agenti economici fino a incidere sulle dinamiche di medio periodo dell'accumulazione di capitale e ad alterare, così, in profondità la struttura economica del paese colpito.

Quanto detto sottolinea l'importanza di andare al di là delle *policy* tradizionali mediante la creazione di rapporti cooperativi fra le istituzioni dell'EU e dell'EMU, i governi nazionali degli stati membri forti e i governi nazionali degli stati membri più fragili. L'obiettivo di tali rapporti di cooperazione consiste in un irreversibile superamento delle condizioni di incertezza radicale e delle forme di isteresi che hanno soffocato le economie dell'EMU e che continuano a soffocare una parte dei suoi stati membri più fragili; uno dei vincoli stringenti, che si accompagnano a quell'obiettivo, deve assicurare il controllo degli effetti di 'rischio morale' ossia deve impedire la violazione opportunistica di accordi da parte di stati membri in presenza di sanzioni inadeguate. Una volta soddisfatti l'obiettivo e i vincoli, nell'EMU diventerà possibile aumentare gli investimenti aggregati fino a colmare il divario negativo con i risparmi aggregati ed eliminare, così, i più incidenti squilibri macroeconomici.

6. Una responsabilità comune

Policy europee non convenzionali, fondate su rapporti di cooperazione fra i vari attori e finalizzate a creare condizioni favorevoli al rilancio degli investimenti tenendo sotto controllo gli effetti di 'rischio morale', richiedono sia azioni preventive di contrasto rispetto all'impatto di *shock* economici e politico-istituzionali, sia azioni correttive in modo da rendere questo impatto reversibile. Per essere tempestivi gli interventi, che devono evitare gli shock, richiedono una delega di poteri dalle autorità nazionali al sistema europeo di *governance*.

Il modo diretto per realizzare una delega del genere consiste nel costruire una più stretta integrazione economica e istituzionale europea, che segua il solco tracciato dai Rapporti dei quattro o dei cinque Presidenti (cfr. – rispettivamente - 2012 e 2015) e che sfoci perciò in una progressiva centralizzazione delle politiche fiscali nazionali e in una connessa e parziale

mutualizzazione dei debiti pubblici degli stati membri. Al riguardo, uno strumento adeguato consisterebbe nell'istituzione di un Ministero delle Finanze per l'EMU che sia dotato di significative risorse proprie, acquisisca conseguenti capacità di spesa pubblica europea e abbia il potere di fare sì che ciascuno degli stati membri rispetti la disciplina fiscale dettata da rafforzate regole europee. L'avvio di un processo, orientato in questa direzione, avrebbe l'effetto di segnalare l'irrevocabilità dell'unione monetaria europea e di disegnare una nuova e robusta *governance* economica. Tuttavia, negli stati membri 'core' l'eredità della crisi ha accreditato una distinzione fra paesi fiscalmente responsabili e paesi fiscalmente irresponsabili che ha determinato una reciproca perdita di fiducia. Insieme al ciclo politico che è stato aperto dal referendum britannico su Brexit e che sarà idealmente chiuso dalle prossime elezioni in Germania e Italia, ciò sta condannando l'euro-area a una temporanea ma prolungata fase di stallo. Pertanto un processo istituzionale, orientato a una maggiore integrazione delle responsabilità, appare politicamente difficile da realizzare nel breve termine.

D'altro canto, se le istituzioni europee si adattassero passivamente alla situazione di stallo in attesa di soluzioni di medio-lungo termine, si rafforzerebbero gli impatti dell'incertezza radicale e dell'isteresi con conseguenze negative e sempre meno reversibili specie per i potenziali di crescita e per la stabilità dei paesi più fragili. Si tratta quindi di arginare le conseguenze degli *shock* economico-istituzionali e dell'incertezza radicale, assumendo iniziative per correggere il *deficit* di investimenti che ha colpito i paesi più fragili dell'EMU e per superare così lo stallo nel processo di integrazione. Per le ragioni sopra dette, il più rilevante di tali paesi è l'Italia. Si tratta quindi di delineare un piano per l'Italia che rilanci la sua formazione di capitale e che sia legato al superamento dei problemi cruciali della sua economia e della sua società. La positiva realizzazione di questo piano risponderebbe anche all'interesse degli altri *partner* europei perché ridurrebbe le divergenze fra stati membri e l'incertezza radicale e, quindi, l'instabilità nell'euro-area.

I tratti salienti del piano dovrebbero consistere in un accordo contrattuale tra le istituzioni europee e l'Italia, che sterilizzi gli impatti negativi dell'incertezza radicale e che abbia durata quinquennale. In particolare, l'accordo dovrebbe incentivare gli investimenti pubblici e privati e proteggere le imprese italiane rispetto ai seguenti rischi: rischio di forzata conversione della moneta; rischio di 'cattivi' equilibri nel mercato dei titoli sovrani; rischio di restrizioni esogene nei flussi di credito. Per essere efficace, tale accordo dovrebbe avere durata pluriennale così da offrire una prospettiva di certezza adeguata a giustificare l'impegno di nuovi investitori. D'altro canto, il governo italiano e gli altri responsabili nazionali di *policy* dovrebbero garantire condizioni di sostenibilità del bilancio pubblico e della posizione economico-finanziaria dei diversi settori dell'economia del paese mediante l'attuazione di appropriate iniziative fiscali, di riforme necessarie, di disegni di incentivo e di regolamentazione compatibili con il funzionamento dei mercati. Dopo aver definito ognuno di questi compiti, il governo italiano dovrebbe trovare un accordo con le istituzioni europee in modo da combinarne l'attuazione con la fissazione e la realizzazione di un piano di investimenti pubblici e di incentivo agli investimenti privati. Le predefinite tappe di realizzazione degli impegni di riforma, da un lato, e degli investimenti pubblici e dell'utilizzo degli incentivi per gli investimenti privati, dall'altro, dovrebbero essere poi sottoposte al monitoraggio e alla verifica delle istituzioni europee. Queste ultime sono, di fatto, delegate ad assumere la responsabilità del controllo amministrativo.

E' importante sottolineare che l'accordo contrattuale delineato non è assimilabile ai tradizionali programmi europei di aiuto, predisposti fra il 2010 e il 2015 a favore di Grecia, Irlanda, Portogallo e Cipro. Uno degli aspetti più problematici di quei programmi di assistenza finanziaria consisteva nel rischio di accrescere - anziché ridurre - l'incertezza in quanto il

piano nazionale di *policy* era imposto da istituzioni europee e internazionali (la cosiddetta Troika), prescindendo dalle condizioni socioeconomiche di fattibilità. Nel caso qui in esame, vi sono invece due ambiti complementari di azione che sono strettamente collegati: da un lato, le istituzioni europee si impegnano a varare un piano di incentivazione degli investimenti in favore dell'Italia e a eliminare i principali fattori di incertezza radicale dall'orizzonte delle istituzioni economiche e da quello delle imprese italiane; dall'altro, il governo italiano si impegna a effettuare scelte di politica pubblica e a realizzare riforme. Al fine poi di evitare il rischio che attori pubblici o privati italiani adottino comportamenti opportunistici e che i *partner* europee reagiscano con iniziative arbitrarie, il governo italiano concorda di sottoporre la realizzazione delle varie tappe dell'accordo pluriennale al vaglio delle istituzioni europee, a cui viene delegata la responsabilità del controllo amministrativo.

Anche nel caso dell'accordo contrattuale, un riscontro negativo da parte delle istituzioni europee con riguardo ai processi di riforme, attuati dal governo italiano, oppure una denuncia italiana di inefficacia degli incentivi agli investimenti, predisposti dalle istituzioni europee, possono portare alla revoca dell'accordo. L'eventuale revoca da parte delle istituzioni europee non potrebbe, però, estendersi ai processi di investimento già – in tutto o in parte – incentivati. In ogni caso, rispetto al programma europeo di aiuti, qui non è in gioco il *default* di uno stato membro.

7. Conclusioni: qualche dettaglio sull'accordo

L'accordo contrattuale fra le istituzioni europee e l'Italia andrebbe specificato in molti dettagli. Un buon punto di partenza, al riguardo, potrebbe essere offerto da un esame del pur se diverso e fallito tentativo di costruire accordi contrattuali bilaterali fra la Commissione europea e ognuno degli Stati membri dell'EU (cfr. Consiglio europeo, dicembre 2013). Un altro punto importante potrebbe concernere l'entità del trasferimento di potere decisionale dal governo nazionale alle istituzioni europee. Non è, però, questa la sede per analisi del genere. Ci limitiamo piuttosto a fornire qualche parziale elemento riguardo a un solo aspetto del possibile accordo fra istituzioni europee e Italia: il piano europeo di incentivazione degli investimenti pubblici e privati italiani.

Il dato di base è che l'incentivazione degli investimenti pubblici e privati italiani deve prevedere forme di trasferimento o di finanziamento europeo. Al riguardo, si possono utilizzare programmi già in essere. Il primo e ovvio riferimento è al Piano Juncker e, più in particolare, alle funzioni svolte dal fondo dell'EIB (EFSI) per il finanziamento e la realizzazione dei progetti di investimento che sono stati selezionati. Un secondo riferimento è ai fondi di coesione e di solidarietà che vengono periodicamente trasferiti in Italia per svariati interventi a sostegno di aree del Mezzogiorno. Già sommando le risorse finanziarie derivanti da tali due sole fonti, l'ammontare può diventare rilevante. Vi è poi un terzo riferimento che può portare all'utilizzo di una parte delle ingenti risorse finanziarie detenute dallo European Stability Mechanism (ESM) e finora destinate al finanziamento dei tradizionali piani europei di aiuto di stati membri sull'orlo della bancarotta oppure al finanziamento di settori bancari europei solventi ma in grave difficoltà (come, per esempio, quello spagnolo nel luglio 2012). In base alle normative europee, nulla vieterebbe di utilizzare lo ESM per finanziare progetti di investimento di uno stato membro con il fine di garantire *ex ante* anziché *ex post* la stabilità dell'euro-area.

I termini per la realizzazione dell'accordo dovrebbero soddisfare la seguente procedura. Il governo italiano e la Commissione europea individuano, sulla base di scelte condivise, gli obiettivi quantitativi di crescita di medio termine dell'economia italiana e le aree di non conformità alle regole europee e/o le principali debolezze da superare di questa stessa

economia. I criteri, adottati al riguardo, puntano al graduale superamento delle divergenze strutturali, foriere di instabilità, fra l'Italia e i paesi 'core' dell'EMU. E' quindi intuibile che l'accordo debba mirare all'aumento dei tassi di crescita economica italiana e alla loro stabilizzazione nel tempo. D'altro canto, è molto probabile che la Commissione europea solleciti il governo italiano ad aggiustare i bilanci pubblici, a incentivare le varie forme di produttività, a migliorare il sistema educativo, a rafforzare il settore bancario, a snellire le procedure fallimentari, a introdurre riforme del sistema giudiziale e della pubblica amministrazione, ad adeguare il sistema di *welfare* alle nuove esigenze di contrasto della disoccupazione e della povertà, a ridurre sia l'evasione che la pressione fiscale.

Il governo italiano compie la successiva mossa disegnando un piano di investimenti pubblici e uno schema di incentivazione degli investimenti privati, che ritiene adeguati per raggiungere gli obiettivi predefiniti di crescita, e un insieme di riforme e di politiche economiche, che ritiene adeguate per soddisfare le regole europee e per superare le fragilità strutturali del paese. La Commissione europea valuta le diverse componenti della proposta del governo italiano e può richiedere cambiamenti. Se gli aggiustamenti portano a una proposta finale del governo italiano, che incontra l'approvazione della Commissione europea, l'iniziativa passa nel campo delle istituzioni europee.

La Commissione europea, di intesa con altre istituzioni europee (il Consiglio europeo, lo *Eurosummit*, il Consiglio dell'EU e l'Eurogruppo), è chiamata a stanziare i flussi di finanziamenti e di trasferimenti a favore dell'Italia, che consentono di attuare il concordato piano di investimenti pubblici e di incentivare gli attesi investimenti privati. Inoltre sempre la Commissione europea, ora di intesa con i possibili finanziatori (per esempio, ESM ed EFSI), deve predisporre un sistema formale e rigoroso di *monitoring* e di verifica dei risultati raggiunti così da accertarsi che gli impegni di investimento e di riforma siano rispettati e che i flussi finanziari siano adeguati. Tale verifica deve sfociare in rapporti trimestrali da sottoporre anche al Parlamento europeo per rafforzare l'*accountability* della *governance* dell'EMU. Il giudizio positivo delle istituzioni europee è necessario per il proseguimento dell'accordo contrattuale.

L'idea di fondo dell'accordo contrattuale è, dunque, semplice. A fronte di un'agenda per le riforme, il nostro paese ottiene risorse finanziarie europee coerenti con il programma di ristrutturazione dello "*Standort Italia*", cioè dell'Italia come luogo di produzione di beni e di servizi. Un obiettivo di crescita concreto e ragionevole potrebbe fondarsi su un tasso annuo di aumento degli investimenti totali pari allo 1%. Un'indicazione tecnica circa le possibili modalità di realizzazione di queste misure a favore dell'Italia potrebbe provenire dai programmi finanziari, attivati dalla Banca Mondiale e dalla EIB. L'economia italiana cesserebbe, così, di essere il fattore divergente dell'EMU; e gli altri stati membri non dovrebbero più temere che il terzo più grande paese dell'euro-area funga da focolaio di instabilità.