

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

**IL NUOVO ATLANTE.**

**COME GLI SHOCK GLOBALI**

**STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA**

**INTRODUZIONE** STEFANO MANZOCCHI, FRANCESCO SARACENO

Alfonso Arpaia  
Filippo Bontadini  
Nicola Borri  
Floriana Cerniglia  
Tommaso Ciarli  
Lorenzo Codogno  
Maurizio Franzini  
Valentina Meliciani  
Marcello Messori  
Michele Raitano  
Francesco Saraceno  
Maria Savona  
Alessandro Turrini  
Ariel L. Wirkierman  
Alessandro Zattoni

N. 2-2022

Rivista di  
**Politica Economica**

Direttore: Stefano Manzocchi

**Advisory Board**

Cinzia Alcidi

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Marina Brogi

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Sergio Fabbrini

Alessandro Fontana

Giampaolo Galli

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Luigi Guiso

Francesco Lippi

Francesca Mariotti

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Gianmarco Ottaviano

Ugo Panizza

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Maria Rita Testa

Fabrizio Traù

Gilberto Turati

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

IL NUOVO ATLANTE.  
COME GLI SHOCK GLOBALI  
STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA

**Introduzione** ..... pag. 5  
Stefano Manzocchi, Francesco Saraceno

## 1. IL NUOVO CONTESTO MACRO-FINANZIARIO

**Crescita e inflazione: una tempesta al rallentatore** ..... » 13  
Lorenzo Codogno

**Il ritorno della politica di bilancio e il rilancio  
degli investimenti pubblici** ..... » 31  
Floriana Cerniglia, Francesco Saraceno

**Politica monetaria, intermediazione finanziaria e *policy mix*:  
il caso dell'Unione europea** ..... » 49  
Marcello Messori

## 2. DISEQUILIBRI E NUOVI EQUILIBRI NEGLI ASSETTI ECONOMICI E SOCIALI

**La disuguaglianza, i suoi meccanismi  
e le sue conseguenze** ..... » 73  
Maurizio Franzini, Michele Raitano

**Disoccupazione e isteresi nei paesi UE:  
lezioni da crisi molto differenti** ..... » 85  
Alfonso Arpaia, Alessandro Turrini

**Sistemi di *corporate governance*: caratteristiche strutturali  
e prospettive future** ..... » 109  
Alessandro Zattoni

## 3. L'INNOVAZIONE NEI SISTEMI DELLA PRODUZIONE E DELLA FINANZA

**I club europei dell'innovazione** ..... » 133  
Ariel L. Wirkierman, Tommaso Ciarli, Maria Savona

***Nearshoring* e *Farshoring* in Europa nell'economia globale** ... » 165  
Filippo Bontadini, Valentina Meliciani, Maria Savona, Ariel L. Wirkierman

***Fintech*: scenari e sfide per una possibile finanza del futuro** ... » 181  
Nicola Borri

# Politica monetaria, intermediazione finanziaria e *policy mix*: il caso dell'Unione europea

Marcello Messori\*

- *Lo shock pandemico ha innescato una risposta innovativa di politica economica nella UE: combinazioni espansive fra la politica monetaria della BCE, le politiche fiscali dei vari stati membri e forme - pur se temporanee - di politica fiscale accentrata che sono sfociate nei programmi di Next Generation EU.*
- *Grazie al nuovo policy mix, la politica monetaria ha cessato di essere il "solo gioco in città" con un ruolo di supplenza rispetto a politiche fiscali nazionali tendenzialmente pro-cicliche. Questo policy mix ha offerto un "modello" per fronteggiare nuovi shock esogeni.*
- *Le persistenti strozzature dal lato dell'offerta e i problemi energetici, esacerbati dalla guerra russa in Ucraina, rischiano invece di condannare l'economia della UE a una stagflazione che non trova efficaci contrasti di policy.*
- *A fronte di tassi annuali di inflazione intorno al 10% non è oggi auspicabile né quella politica monetaria ultra-espansiva attuata fra marzo 2020 e la fine del 2021, né quell'abnorme crescita di spesa in paesi ad alto stock di debito pubblico consentita dalla "rete di protezione" offerta dai programmi non convenzionali della BCE.*
- *Il "modello" di policy, ereditato dalla pandemia, avrebbe tuttavia dovuto far sì che la politica monetaria non fosse lasciata sola a fronteggiare processi inflazionistici originati da tendenziali cadute dell'offerta.*
- *Le difficoltà di realizzazione dei vari programmi di Next Generation EU e l'incapacità europea di rafforzare politiche fiscali accentrate, in grado di arginare le strozzature dal lato dell'offerta, mostrano che la risposta alla pandemia non è diventata un metodo.*
- *La sfida è di produrre appropriati beni pubblici europei e di allargarne l'impatto grazie allo sviluppo di un efficiente mercato europeo dei capitali.*

JEL classification: E58, E52, E61, E44.

Keywords: politica monetaria, politica fiscale accentrata, *policy mix*, Unione bancaria, processo di *capital markets union*.

---

\* mmessori@luiss.it, Università Luiss Guido Carli.

## 1. Introduzione

L'invasione russa dell'Ucraina e la conseguente guerra ai confini orientali dell'Unione europea (UE) hanno impatti sugli equilibri geopolitici e sulla salvaguardia dei principi umanitari che vanno molto al di là dell'ambito economico. Eppure, anche se si restringe l'ottica ai problemi economici, questo evento sta determinando un'ulteriore discontinuità rispetto a un quindicennio già segnato da una drammatica sequenza di shock negativi aperti dalla crisi finanziaria internazionale (2007-09), sfociati nella crisi dei debiti sovrani e del settore bancario (2010-14) nell'Area euro (EA) e poi culminati nella pandemia indotta da Covid-19 (2020-21). Tale sequenza ha causato rotture nel funzionamento delle principali aree economiche mondiali e ha imposto radicali cambiamenti nella combinazione degli strumenti di politica economica (il cosiddetto *policy mix*)<sup>1</sup>. In quanto segue, mi concentrerò sulle novità di *policy* e sulle loro possibili conseguenze per l'intermediazione finanziaria. L'obiettivo è di mostrare che l'evoluzione del *policy mix*, verificatasi nel corso dell'ultimo quindicennio in pressoché tutte le aree economicamente avanzate, indica novità radicali nell'uso degli strumenti di politica economica. Per ragioni inaffrontabili nel presente scritto, sarebbe però arduo dar conto di queste novità su un piano puramente analitico<sup>2</sup>. Pertanto, il riferimento è qui ai casi della UE e dell'EA che rappresentano un laboratorio per l'evoluzione del *policy mix*.

Nel resto del lavoro, si richiamano dapprima alcune evidenze empiriche che illustrano come il circolo vizioso (*doom-loom*) fra la crisi del debito sovrano e la crisi del settore bancario nell'EA abbia messo in discussione la debole forma di "dominanza monetaria", su cui si basava l'indipendenza della Banca centrale europea (BCE) fin dalla costituzione dell'unione monetaria (si veda par. 2). Fra il 2014 e il 2018, a causa della prociclicità o neutralità delle politiche fiscali, la politica monetaria ha assunto un ruolo assorbente nell'EA forzando il vincolo di tassi di interesse di *policy* pari a zero (il cosiddetto "Zero lower bound", ZLB) e ricorrendo a strumenti non-convenzionali (programmi di acquisto di titoli specie del debito pubblico). Essa ha così alimentato una peculiare forma di "dominanza fiscale" fino a sfociare in forme di "dominanza finanziaria" (si veda par. 3). Il ripristino di

---

<sup>1</sup> Per un'analisi dei principali aspetti del *policy mix*, si rinvia a: Bartsch E., Bénassy-Quéré A., Corsetti G., Debrun X., "It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together", *Geneva Report on the World Economy* 23, London, CEPR, 2020.

<sup>2</sup> Il riferimento è alla mancata corrispondenza fra le ricorrenti crisi economiche e le innovazioni nella teoria economica che sembra caratterizzare l'attuale fase storica, a differenza dei cosiddetti anni dell'"alta teoria" (anni Venti e Trenta del secolo scorso). Preliminari riflessioni al riguardo sono offerte in: Barucci E., Messori M., "Come evitare l'economia degli *zombie*. Introduzione all'edizione italiana", in Quiggin J., *Zombie economics. Le idee fantasma da cui liberarsi*, Milano, Bocconi editore, 2012, pp. 1-37; Messori M., "La mancata risposta della teoria economica alle crisi recenti", *il Mulino*, 2021, n. 4, pp. 33-42. Ne deriva che, essendo prive di un'evidente base teorica, le novità di politica economica possono essere difficilmente declinate in termini generali.

programmi non-convenzionali di politica monetaria dall'autunno del 2019 ha facilitato rapide ed efficaci risposte da parte della BCE allo shock pandemico. Da metà marzo del 2020, vi è stato sia un rafforzamento degli acquisti di titoli del debito pubblico sia la fissazione di nuovi limiti per i tassi di interesse di *policy* con segno negativo (il cosiddetto “Effective lower bound”: ELB). Tuttavia, radicali novità in termini di politiche fiscali hanno generato un *policy mix* con pesi più equilibrati fra politica monetaria e politiche fiscali (si veda par. 4).

Tale *policy mix* si è dimostrato efficace come risposta allo shock pandemico. Diversamente da quanto sarebbe stato auspicabile, esso non si è però tradotto in un “metodo” di politica economica da applicare alla nuova fase, aperta dalla inattesa persistenza delle rotture nelle catene internazionali del valore prodotte dal Covid-19 e approfondita dall'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina (si veda par. 5). Questa fase è caratterizzata da un elevato rischio di stagflazione che non può essere adeguatamente gestito dalla sola politica monetaria. Il ripristino di un efficace *policy mix* richiederebbe una perdita di centralità della politica monetaria e il rafforzamento di capacità fiscali accentrate a livello europeo (si veda par. 6). Trova così conferma la crucialità di una realizzazione di successo di quell'iniziativa, lanciata dalla UE fra la primavera e l'estate del 2020 e concretamente avviata nell'estate del 2021, che va sotto il nome di *Next Generation EU* o – se si preferisce – del suo preminente programma economico: il “Recovery and Resilience Facility” (RRF). Tuttavia, emerge anche che tale programma non è in grado di affrontare il rischio di stagflazione, se non si associa a una produzione di beni pubblici europei volta ad aumentare l'offerta aggregata rispetto alla domanda aggregata (si veda par. 7).

Per realizzarsi, le diverse forme di capacità fiscale centralizzata (CFC) richiedono comunque un ingente ammontare di investimenti che non sono finanziabili con le sole risorse – direttamente o indirettamente – derivanti dal bilancio pluriennale europeo. Di qui, la necessità di completare l'Unione bancaria (BU) e di costruire un'unione dei mercati europei dei capitali per un'efficiente utilizzazione produttiva della ricchezza finanziaria delle famiglie (si veda par. 8). Nelle Conclusioni si elencano alcuni dei tanti ostacoli che si frappongono alla realizzazione di questi obiettivi.

## **2. La BCE come paradigma delle banche centrali**

Da vari anni la teoria economica sostiene che, detenendo il monopolio nell'offerta di moneta legale (potere di signoraggio), le banche centrali devono perseguire obiettivi di stabilità dei prezzi nel medio periodo basati su regole predeterminate e devono agire in piena indipendenza rispetto alle preferenze dei governi e alle connesse scelte

di politica fiscale<sup>3</sup>. Gli strumenti, utilizzati dalle principali banche centrali per realizzare specifici *target* quantitativi in funzione dell'obiettivo di controllo dell'inflazione e di altri eventuali obiettivi complementari (livelli occupazionali, crescita, e così via), possono variare nelle diverse aree internazionali e durante le varie fasi economiche. Il punto fermo di tale impostazione teorica resta, comunque, che le banche centrali devono fruire di una sorta di "dominanza monetaria" che le protegga dal rischio di "dominanza fiscale" paventato dall'aritmetica monetarista<sup>4</sup>.

In conformità con i principi introdotti nel Trattato sul funzionamento della UE (si veda in particolare gli articoli 130, 263, 282 e il Protocollo n. 4 del TFEU) che trovano corrispondenza nello statuto della nuova banca centrale, il primo periodo di vita dell'euro (1999 - 2007) è stato caratterizzato dalla sostanziale autonomia della BCE rispetto alle politiche fiscali dei singoli stati membri dell'EA. A differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti rispetto agli impegni assunti dalla Federal Reserve (Fed) nel caso dei salvataggi di Bear Stearn (marzo 2008), Fannie Mae e Freddie Mac (estate 2008) e AIG (autunno 2008), la politica monetaria della BCE non ha subito stringenti condizionamenti politico-istituzionali neppure durante la crisi finanziaria internazionale. Prova ne sia che, dopo aver attuato efficaci iniziative espansive anticicliche nei primi trimestri di questa crisi e aver così facilitato l'attivazione degli stabilizzatori automatici nei settori produttivi anche degli stati membri con elevati stock di debito pubblico, la BCE è stata libera di assumere una decisione a dir poco controversa: innalzare i tassi di interesse di *policy* nel luglio del 2008, ossia poche settimane prima del fallimento di Lehman Brothers e nel pieno della recessione economica europea.

Per fattori qui trascurati, nella UE e - in particolare - nell'EA la crisi finanziaria internazionale è sfociata in un circolo vizioso (*doom-loom*) fra crisi dei debiti sovrani e crisi di quasi insolvenza dei settori bancari che ha raggiunto i suoi picchi fra l'autunno del 2011 e l'estate del 2012. Le criticità economiche dell'EA hanno incrinato quella forma debole di "dominanza monetaria" che aveva connotato, fino a quel momento, l'operare della BCE. Dapprima, i crescenti rischi di una rottura irreversibile nell'unione monetaria hanno spinto la BCE a svolgere funzioni di supplenza rispetto a politiche fiscali che, a causa di stringenti vincoli di bilancio o di decisioni nazionali, manteneva-

---

<sup>3</sup> Senza entrare nel merito del dibattito su regole e discrezionalità che ha attraversato la storia dell'analisi economica, la tesi richiamata è ben espressa in: Cukierman A., *Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge Ma, MIT Press, 1992; Alesina A., Summers, L., "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993, 25 (2), pp. 151-162.

<sup>4</sup> Come affermato più di quarant'anni fa (si veda Sargent T.J., Wallace N., "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981, 5 (3), p. 2, si ha un tipico caso di "dominanza fiscale" nella seguente situazione: «if the fiscal authority runs deficits, the monetary authority is unable to control [...] the growth rate of the monetary base».

no una prevalente intonazione restrittiva prociclica. Al riguardo, fra l'inizio di dicembre 2011 e la fine di febbraio 2012, la BCE ha attuato due interventi straordinari di *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO), fondati su un'offerta di rifinanziamento del settore bancario europeo con elasticità infinita per un tasso di interesse basso e predeterminato e per limitate garanzie collaterali; e, nel settembre 2012, essa ha varato l'*Outright Monetary Transactions* (OMT) al fine di tradurre il "whatever it takes" (luglio 2012) in uno strumento di politica monetaria non convenzionale, in grado di fornire un ammontare illimitato di liquidità a stati membri in difficoltà e inseriti in un programma europeo di aiuto. Dall'autunno del 2014, il permanere del carattere restrittivo o – al più – neutrale della politica fiscale e il limitato impatto della prima incursione dei tassi di interesse di *policy* in territorio negativo (giugno 2014) hanno consentito alla BCE di intraprendere la strada, già adottata dalla Fed e da altre banche centrali, di sistematiche politiche monetarie non convenzionali.

È interessante chiarire perché l'adozione del LTRO, che rappresenta la massima estensione di uno strumento monetario convenzionale (le operazioni di mercato aperto), possa essere interpretato come un fattore che incrina l'autonomia della BCE rispetto alle politiche fiscali. Tale interpretazione si fonda su due elementi. Il primo deriva dal fatto che tanto il lancio del LTRO quanto l'approvazione dell'OMT non rispondono direttamente all'obiettivo della stabilità dei prezzi. In ambedue i casi, rispettando i limiti posti dalle esclusive competenze monetarie, la BCE ha sostenuto che i due strumenti erano necessari per garantire la funzionalità dei principali canali di trasmissione delle proprie politiche, senza la quale sarebbe stato impossibile controllare le dinamiche inflazionistiche. Tuttavia, come denuncia lo stesso "whatever it takes" di Draghi pur se temperato dalla condizione "within our mandate", l'OMT e – prima ancora – il LTRO hanno mirato a un fine più generale: assicurare la continuità macroeconomica dell'area di riferimento in mancanza di un adeguato presidio da parte delle politiche fiscali. Il secondo elemento, strettamente connesso al primo, è che la BCE ha avuto spazi per espansioni monetarie solo in funzione del fatto che era in corso un inasprimento dei vincoli posti dalle istituzioni europee alle politiche fiscali nazionali. Così si spiega l'informale consenso del neopresidente Draghi al lancio, fra il 2011 e il 2013, di regole fiscali restrittive (quali il *Six Pack*, il *Fiscal Compact* e il *Two Pack*) in una fase economica che avrebbe sollecitato l'espansione di tutte le politiche economiche. Insomma, nell'EA, la politica monetaria si è adattata a una funzione di supplenza che si è prolungata nel tempo e che è stata poco compatibile con l'autonomia della banca centrale rispetto alla politica fiscale.

È importante notare come, nonostante l'atipicità di un'area caratterizzata dalla centralizzazione della politica monetaria e dal decentramento nazionale delle politiche fiscali, la parabola della

BCE sia stata comune a quella delle altre più importanti banche centrali. Se la BCE è stata costretta a perseguire fini di stabilità macroeconomica prima ancora che di stabilità dei prezzi per supplire all'intonazione prociclica delle regole fiscali europee durante la crisi dei debiti sovrani, negli Stati Uniti la Fed si è adeguata - come già accennato - alle scelte del Dipartimento del Tesoro durante la crisi finanziaria internazionale e la Banca centrale del Giappone ha subordinato, per molti anni, le proprie opzioni di politica monetaria al contrasto della stagnazione secolare. Il caso della BCE mantiene, tuttavia, una peculiarità interessante: la perdita di autonomia della politica monetaria è approdata a una forma capovolta di "dominanza fiscale".

### **3. La peculiarità della "dominanza fiscale" europea**

L'analisi di Sargent e Wallace, sopra ricordata (si veda n. 4), sostiene che la politica monetaria è subordinata alla politica fiscale allorché asseconda eccessivi squilibri negativi nei bilanci pubblici mediante aumenti di liquidità. Nel caso dell'EA, fra il 2011 e il 2014, la situazione è stata pressoché opposta.

Negli anni precedenti la crisi finanziaria internazionale, i paesi più fragili dell'EA avevano accumulato eccessivi disavanzi pubblici e/o squilibri negativi nelle loro partite correnti; e, in quegli stessi paesi, lo scoppio della crisi aveva avuto il duplice effetto di aggravare i debiti pubblici, a seguito dell'attivazione di stabilizzatori automatici e degli interventi statali di salvataggio nel settore finanziario nazionale, e di prosciugare gli afflussi finanziari esterni essenziali per riequilibrare le bilance dei pagamenti. Pertanto, la combinazione fra regole fiscali della UE e indilazionabili aggiustamenti nel saldo delle partite correnti aveva fatto sì che quasi tutti questi paesi fossero vincolati a politiche restrittive di bilancio. L'aggravarsi dei problemi fiscali in stati membri quali la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo e il faticoso varo di programmi europei di aiuto basati su severe restrizioni macroeconomiche per i paesi fruitori hanno accentuato tali vincoli. La nuova e lunga recessione dell'EA (fine 2011 - metà 2013) e i successivi forti rischi di deflazione (fine 2013 - estate 2014) sono largamente imputabili agli andamenti prociclici delle politiche fiscali nell'area. Pertanto, a differenza di quanto previsto dall'aritmetica monetarista di Sargent e Wallace, la BCE ha allentato la propria politica monetaria fra la fine del 2011 e l'estate del 2012 e ha poi varato strumenti monetari espansivi non convenzionali dall'autunno del 2014 per compensare politiche fiscali così procicliche da mettere in pericolo la stessa sopravvivenza dell'unione monetaria e non per assecondare eccessivi disavanzi nei bilanci pubblici.

La BCE ha riservato alle banche europee con politiche del credito non restrittive condizioni via via più favorevoli di rifinanziamento (soprattutto, varie forme del cosiddetto T-LTRO) dalla seconda metà del 2014 a dicembre 2020 e, poi, condizioni stabili fino a metà 2022. Inoltre, i programmi di acquisto di titoli, avviati dalla stessa BCE nell'autunno del 2014, hanno alimentato – fra marzo 2015 e dicembre 2018 – una prima accumulazione di titoli di debito pubblico dei paesi dell'EA nei bilanci dell'Eurosistema delle banche centrali, rafforzando l'incidenza dei tassi negativi di interesse di mercato. Fino allo scoppio della pandemia, queste iniziative di politica monetaria non convenzionale hanno occupato il centro della scena europea di politica economica. Tale peculiare forma di “dominanza fiscale”, causata da una supplenza monetaria rispetto alle inadeguate politiche fiscali nazionali, non è stata attenuata neppure dalla flessibilità delle regole fiscali europee introdotta dalla “Comunicazione” della Commissione di metà gennaio 2015. Fra il 2016 e il 2018, la politica fiscale dell'EA ha avuto – in media – un'intonazione neutrale con l'aggravante che è rimasta restrittiva negli stati membri con elevati spazi di spesa ed è stata invece allentata negli stati membri (quali l'Italia e la Francia) che, in linea di principio, non avrebbero avuto margini di capacità fiscale<sup>5</sup>. I programmi di acquisto di titoli del debito pubblico (APP), realizzati dalla BCE in misura crescente fino alla primavera del 2017 e portati avanti – pur se su scala più limitata – anche a fronte della ripresa economica europea, hanno anzi offerto un'insostituibile “rete di protezione” per l'espansione fiscale dei paesi ad alto debito<sup>6</sup>.

Il nesso causale fra la politica monetaria non convenzionale della BCE e i margini delle politiche fiscali nazionali ha rafforzato la “dominanza fiscale”. Per usare l'espressione resa famosa da El-Erian, fra il 2015 e il 2018, la politica monetaria della BCE ha rappresentato “il solo gioco in città”. Questo ruolo assorbente della politica monetaria rispetto alla politica fiscale ha trovato riscontro anche negli Stati Uniti, dove le politiche non convenzionali della Fed erano state approvate fin dal 2009, ma dove la “dominanza fiscale” aveva spesso assunto forme più tradizionali. Fatto è che, nell'EA, il riprodursi nel tempo di quella peculiare “dominanza fiscale” ha prodotto effetti distorsivi. Basti qui segnalarne due. Innanzitutto, assicurando ingente liquidità a costo basso o negativo e opportunità di “arbitraggio” a varie tipologie di intermediari finanziari (*in primis*, le banche), tale specifica modalità di “dominanza fiscale” si è trasformata in “do-

<sup>5</sup> Per approfondimenti al riguardo, si vedano: Buti M., *The Man Inside. A European Journey through Two Crises*, Milan, Bocconi University Press, 2021; Messori M., *Recovery Pathways. The Difficult Italian Convergence in the Euro Area*, Milan, Bocconi University Press, 2021.

<sup>6</sup> È evidente che, a fronte di un preannunciato e sistematico acquisto di titoli del debito pubblico dei paesi dell'EA nei mercati finanziari secondari da parte della BCE (e – soprattutto – da parte dell'Eurosistema delle banche centrali: specificazione che, d'ora in poi, sarà omessa), la probabilità di un carente assorbimento delle nuove emissioni dei relativi titoli da parte dei potenziali acquirenti si riduce drasticamente. Pertanto, anche se l'emittente è un paese con un ingente stock di debito pubblico, la rischiosità del nuovo titolo crolla per l'investitore.

minanza finanziaria”: ha spinto la politica monetaria e la connessa regolazione ad assorbire una parte delle perdite o a sostenere i guadagni di mercato di specifiche tipologie di investitori finanziari<sup>7</sup>. Inoltre, essa ha bloccato ogni progresso nella *governance* economica dell'EA e della UE in quanto, per contenere i disincentivi indotti dall'espansione monetaria nei confronti della disciplina fiscale, i paesi “forti” dell'area hanno ritenuto opportuno congelare qualsiasi strumento di stabilizzazione e affidare la gestione di possibili crisi nazionali alla presunta “disciplina del mercato”.

Il deterioramento nella *governance* economica ha avuto, fra l'altro, effetti negativi rispetto a due iniziative che, fra il 2012 e il 2014, avevano accompagnato la risposta monetaria alle difficoltà dell'EA: il processo di unione bancaria e quello di unificazione dei mercati dei capitali. Come si dirà meglio nel par. 8, il primo processo non è stato mai completato, nel senso che l'entrata in funzione del meccanismo unico di supervisione bancaria (inizi di novembre 2014) si è fino a oggi accompagnata a un disegno carente del processo centralizzato di risoluzione delle crisi bancarie e alla mancata unificazione delle garanzie sui depositi bancari. D'altro canto, la sostanziale definizione normativa del processo di *Capital markets union* (CMU) non ha generato i progressi attesi in termini di funzionamento delle sezioni non bancarie dei mercati finanziari europei.

#### 4. La pandemia e il nuovo *policy mix*

Come si è sopra accennato, il ripristino da parte della BCE di programmi non-convenzionali di politica monetaria dall'autunno del 2019, che pure aveva acceso esplicite polemiche fra i membri del Direttivo<sup>8</sup>, ha facilitato rapide ed efficaci risposte allo shock pandemico. Da metà marzo del 2020, la BCE ha ampliato i suoi acquisti di titoli del debito pubblico mediante un allargamento *una tantum* dell'APP e il varo di un programma di emergenza (il cosiddetto PEPP, *Pandemic emergency purchase programme*), caratterizzato da una maggiore elasticità nella composizione degli acquisti e chiuso solo a marzo del 2022; inoltre, essa ha fissato nuovi limiti per i tassi di interesse con segno negativo, richiesti sui rifinanziamenti a favore del settore bancario europeo, mediante progressivi rafforzamenti del T-LTROIII, il

---

<sup>7</sup> Approfondimenti, al riguardo, sono offerti da: Benigno P.P., Canofari P., Di Bartolomeo G., Messori M., *Financial Dominance in the Pandemic and Post-Pandemic European Economy*, Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2021, pp. 1-34. Si noti che la definizione di “financial dominance”, adottata nel lavoro citato, è più generale di quella usualmente utilizzata in letteratura. Si veda per esempio: Brunnermeier M., *Financial Dominance*, Paolo Baffi's Lectures on Money and Finance, Bank of Italy, Rome, 2016. Si noti inoltre che, negli Stati Uniti, le forme più tradizionali di “dominanza fiscale” causarono “dominanza finanziaria” già negli anni di passaggio fra i due millenni.

<sup>8</sup> Si veda Visco I., *The Euro-Area Economy and the Recent Monetary Policy Decisions*, Giornate di economia “Marcello De Cecco”, Lanciano (Italy), 28 September 2019.

temporaneo ricorso a un nuovo LTRO e il varo di un LTRO di emergenza (il programma PE-LTRO). Queste iniziative hanno spinto i tassi di interesse di *policy* e quelli di mercato a infrangere, in misura sempre più estesa fino agli ultimi mesi del 2021, lo ZLB e – soprattutto – ad abbassare (in valore assoluto) i livelli negativi del cosiddetto “Effective lower bound”, ELB.

L'intonazione ultra-espansiva della politica monetaria non convenzionale europea fra marzo 2020 e marzo 2022 ha ovviamente avuto l'effetto di irrobustire la rete di protezione garantita alle politiche fiscali nazionali (specie degli stati membri più vulnerabili) e di permettere ingenti trasferimenti alle imprese e alle famiglie, impedendo così che la sospensione delle attività economiche dovuta al Covid-19 determinasse un collasso strutturale dei processi produttivi negli stati membri della UE<sup>9</sup>. Qui non occorre entrare nei dettagli dei programmi della BCE e delle politiche fiscali nazionali durante la pandemia<sup>10</sup>. Preme invece sottolineare che, nonostante l'ulteriore espansione, la politica monetaria ha cessato di essere “il solo gioco in città” nell'EA e nella UE. Infatti, dalla primavera del 2020, le istituzioni europee hanno varato un insieme di politiche fiscali accentrate ed espansive che, pur se temporanee, hanno segnato una discontinuità negli strumenti di *policy* fino a quel momento adottati.

Oltre a introdurre una “clausola di sospensione” delle regole fiscali europee (poi estesa fino al termine del 2023) e ad allentare le regole sugli aiuti di stato mediante varie versioni del cosiddetto *Temporary Framework* (la più recente tuttora in vigore), la Commissione europea ha realizzato un programma di sostegno a favore dei lavoratori temporaneamente disoccupati (il cosiddetto SURE, *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) che ha comportato finanziamenti accentrati in disavanzo<sup>11</sup>. Insieme ad altre iniziative di minor successo (tipico esempio, la linea precauzionale sanitaria offerta dall'ESM), questa decisione ha aperto la strada alla creazione di una capacità fiscale accentrata che ha segnato un cruciale salto di qualità con il disegno e il varo di *Next Generation EU* e del suo più rilevante programma (il RRF) a luglio del 2020.

<sup>9</sup> Basti al riguardo ricordare che, durante il picco della pandemia, Germania e Italia sono stati i due grandi stati membri della UE più generosi (in proporzione al rispettivo PIL) nelle politiche di trasferimento a imprese e famiglie. Si veda: Buti M., Messori M., “Next Generation EU: An Interpretative Guide”, *SEP Policy Brief*, June 2020, n. 29; trad. it. “Next Generation EU: una guida ragionata”.

<sup>10</sup> Sia consentito il rimando a: Benigno P.P., Canofari P., Di Bartolomeo G., Messori M., “The European Monetary Policy Responses During the Pandemic Crisis”, *Open Economies Review*, September 2022, 33 (4), pp. 657-675.

<sup>11</sup> Va notato che SURE non è il primo programma europeo in cui la Commissione ha emesso titoli di debito per conto della UE. Ci sono almeno tre precedenti casi: la “Balance of Payments Facility” (2002), rivolta ai paesi della UE non ancora parte dell'EA; il “Macro-Financial Assistance” (2016), disegnato per aiutare i paesi non appartenenti alla UE; e soprattutto l'EFSM, ossia il meccanismo temporaneo lanciato dalla UE nel maggio 2010, per contribuire al finanziamento dei programmi europei di aiuto dei paesi dell'EA sull'orlo della bancarotta.

Oltre ad aver fornito un contributo decisivo per la compressione in due trimestri della più intensa depressione in tempo di pace degli ultimi due secoli, il *policy mix* fondato sulla combinazione fra tale nuova CFC della UE e la rafforzata politica monetaria non convenzionale della BCE ha prodotto una rilevante innovazione di metodo. Non si tratta del fatto contingente, ossia imputabile alla drammatica fase macroeconomica pandemica, che tutte le diverse componenti del nuovo *policy mix* europeo abbiano assunto un'intonazione espansiva fra marzo 2020 e marzo 2022; come sta emergendo da qualche mese, questa contingenza è irripetibile al modificarsi delle fasi economiche. Si tratta, invece, di un'indicazione metodologica che ha carattere più di fondo perché individua tre condizioni essenziali per disegnare un'efficace politica economica in un'area importante come la UE. La prima condizione è che non si devono addossare responsabilità eccessive alla politica monetaria. La seconda condizione è che, pur rispettando la reciproca indipendenza e la diversità di obiettivi, la politica monetaria e quella fiscale devono coordinarsi in modo che il perseguimento dei loro specifici obiettivi aumenti l'efficienza e la sostenibilità sociale del sistema economico. La terza condizione, che assume un peso particolare nell'EA dato il suo assetto istituzionale ma che si applica - in forme diverse - anche al caso degli Stati Uniti, è che il coordinamento fra la politica monetaria accentrata e le politiche fiscali deve essere sia orizzontale che verticale; e ciò rende irrinunciabile un rafforzamento e un'articolazione della CFC.

Le precedenti considerazioni consentono di individuare il lascito fondamentale dello shock pandemico per la politica economica, che può essere sintetizzato in due punti. Il primo punto, soprattutto collegato al secondo dei tre fattori appena esaminati, fa emergere che un appropriato coordinamento fra la politica monetaria e la politica fiscale aumenta la probabilità di fornire una risposta incisiva agli shock esogeni. Il secondo punto mostra che i due livelli di coordinamento (orizzontale e verticale), specificati dall'ultimo dei tre fattori sopra esaminati, aiutano ad adattare gli strumenti di *policy* utilizzati alla peculiare natura dello shock esogeno da fronteggiare. La portata generale del primo punto è provata dal surriscaldamento dell'economia statunitense all'uscita dalla depressione pandemica. Una delle cause è stata, infatti, la distorta interazione fra una politica monetaria, che è rimasta espansiva, e una politica fiscale che ha aumentato la spesa proprio quando il quadro macroeconomico era in ripresa ed era sostenuto dall'altra politica. La specifica rilevanza del secondo punto per la UE è, invece, provata dal fatto che il coordinamento fra politica monetaria, politiche fiscali nazionali e CFC ha segnato un positivo progresso, ma non si è spinto fino a selezionare tutti gli strumenti appropriati. Così, mentre lo shock pandemico ha causato una caduta sia della domanda che dell'offerta aggregate, il coordinamento fra la politica monetaria ultra-espansiva e le politiche fiscali nazionali ha

permesso di effettuare i già richiamati ingenti trasferimenti a favore delle imprese e delle famiglie evitando il tracollo economico; il coordinamento fra tale politica monetaria e la CFC ha invece prodotto il *Next Generation EU*, ma non è stato in grado di fornire una risposta di breve periodo alle strozzature dal lato dell'offerta.

## 5. La risposta di politica economica allo shock bellico

In quanto segue (si veda anche par. 6) vale la pena di approfondire ambedue i punti, individuati al termine del precedente paragrafo come il lascito metodologico della pandemia: un appropriato *policy mix* e un coordinamento sia verticale che orizzontale fra la politica monetaria e le politiche fiscali. Il primo punto è necessario per rispondere in modo efficiente agli shock esogeni, il secondo è necessario per calibrare in modo efficace i diversi strumenti di *policy* in funzione delle specificità di ciascuno di questi shock. Si è già accennato che, nell'ultimo anno e mezzo, i responsabili delle politiche economiche delle principali aree non hanno sfruttato adeguatamente tale lascito.

Posto che il superamento del picco economico della pandemia sia collocabile intorno alla metà del 2021, esso coincide con due fenomeni solo in parte attesi: la persistenza delle strozzature nelle catene internazionali del valore che, riguardando soprattutto i prodotti energetici e vari semilavorati, hanno colpito l'economia della UE molto più che l'economia degli Stati Uniti; i primi segnali di un processo inflazionistico che, prendendo le mosse al di là dell'Atlantico, era in procinto di esplodere in ambedue le aree considerate. A metà del 2021, le analisi prevalenti di politica economica non approfondivano i collegamenti fra i due fenomeni che erano tendenzialmente derubricati a episodi temporanei e in via di assorbimento. Pertanto, come si è già accennato, le evidenze empiriche relative al surriscaldamento dell'economia statunitense non hanno spinto la Fed a moderare la propria politica monetaria iperespansiva e non hanno indotto l'amministrazione Biden a essere più selettiva in merito agli ingenti programmi di spesa pubblica per le infrastrutture e per la sicurezza sociale. Al contempo, anche la BCE non si è mostrata preoccupata per un'inflazione in crescita ma ancora moderata. Semmai, i responsabili europei di politica economica hanno concentrato le loro preoccupazioni sui vincoli che le strozzature dal lato dell'offerta avrebbero potuto imporre alla realizzazione del RRF nei singoli stati membri; essi non si sono, peraltro, opposti ai generosi trasferimenti nazionali a sostegno della domanda aggregata.

Nonostante l'accelerazione nella dinamica dei prezzi verificatasi negli Stati Uniti e - a ritmi un po' più blandi - nella UE, questo quadro di politica economica si è sostanzialmente riprodotto fino all'autunno del 2021. A quella data, i tassi statunitensi di aumento dei prezzi hanno

toccato valori così elevati da spingere la Fed all'avvio, da metà dicembre, di una stretta monetaria poi intensificatasi da marzo del 2022; al contempo, l'indebolimento dell'amministrazione Biden rispetto a un Congresso condizionato sia dall'opposizione repubblicana che dalle divisioni in seno ai democratici ha reso più problematica la realizzazione della progettata politica fiscale iperespansiva. In tale quadro, la BCE ha gradualmente attenuato l'intonazione espansiva della sua politica monetaria. A metà dicembre 2021, in concomitanza con gli annunci e con le prime mosse restrittive della Fed, la BCE si è impegnata a chiudere (alla prevista scadenza di marzo 2022) l'acquisto netto di titoli del debito pubblico mediante il programma PEPP, controbilanciandone in parte l'effetto mediante un temporaneo rafforzamento dell'APP. Anche in conseguenza di ciò, i responsabili nazionali delle politiche fiscali hanno incominciato a riconoscere che i trasferimenti dovevano diventare più selettivi e che le strozzature di offerta andavano attenuate.

A fine febbraio 2022, su questo già precario quadro di politica economica, si è abbattuto il drammatico shock dell'invasione russa dell'Ucraina. La guerra ai confini orientali della UE ha pesantemente inciso sugli assetti geopolitici e ha creato una crisi umanitaria. Sotto il profilo economico, essa ha reso ancora più grave la forte dipendenza delle produzioni europee dal consumo di energia e, per di più, da fonti di energia concentrate in Russia. Si sono così prodotte un'intensificazione delle strozzature nell'offerta di materie prime e di beni alimentari e una conseguente accelerazione della pressione inflazionistica. Analoghi fattori hanno colpito l'economia statunitense, ma con intensità molto minore che nel caso europeo. Il risultato è stato comunque che, in ambedue le aree, i processi inflazionistici sono diventati il problema economico prevalente che si è, però, accompagnato a una probabilità sempre più elevata di stagnazione o di recessione.

Tale apparente convergenza di problemi fra le due aree copre, in realtà, situazioni molto differenziate. Come si è già accennato, gli eccessi inflazionistici statunitensi non sono stati innescati dalle persistenti rotture nelle catene internazionali del valore, ma sono stati la conseguenza di politiche fiscali espansive procicliche anche precedenti lo shock pandemico. Superata l'intensa ma breve depressione della prima metà del 2020, negli Stati Uniti si è così verificato un surriscaldamento dell'economia che ha generato una tradizionale inflazione da eccesso di domanda aggregata; le rotture dal lato dell'offerta hanno solo rafforzato tendenze in atto in un'economia limitatamente condizionata dal commercio internazionale. Nel caso dell'EA e della UE, invece, la forte dipendenza dagli scambi internazionali ha fatto sì che le strozzature nelle catene internazionali del valore si traducevano in un'inflazione dovuta a ripetute cadute dell'offerta aggregata. Prova ne sia che, soprattutto nell'EA, gli eccessi di inflazione si sono dapprima concentrati nel settore dell'energia e di altre materie prime e,

solo nei primi mesi del 2022, si sono estesi al settore alimentare e al resto del sistema economico. Fatto è che l'inflazione europea ha subito un'intensa accelerazione: se a metà del 2021 il tasso di aumento dei prezzi si attestava poco al di sopra del 2%, oggi il tasso di inflazione ha superato il 10% (ottobre 2022) ed è maggiore di quello statunitense che incomincia a ridimensionarsi.

Questo quadro, caratterizzato da un'inflazione non tradizionale (da offerta), spiega le difficoltà che la BCE ha dovuto affrontare nel corso del 2022. Per definizione, la politica monetaria non può influenzare direttamente il lato dell'offerta. Pertanto, la completa chiusura dei programmi di acquisto netto di titoli, avvenuta a metà del 2022, e il deciso aumento nei tassi di interesse di *policy*, attuato dall'estate dello stesso anno e ancora in corso, indicano che la BCE ha tentato di abbassare la domanda aggregata in modo da allinearla alle cadute dell'offerta e da limitare così gli aggiustamenti verso l'alto dei prezzi. Tale tentativo è stato rafforzato dai maggiori vincoli che la nuova intonazione della politica monetaria ha imposto alle politiche fiscali nazionali dei paesi con esigua capacità fiscale. Così operando, la BCE ha tuttavia aumentato la probabilità di una recessione economica nell'EA e non ha ancora posto sotto controllo l'inflazione. Per giunta, la dinamica europea dei prezzi è stata aggravata da due fattori. Primo: dovendo fronteggiare un'inflazione tradizionale e agendo in un'economia in consolidata crescita<sup>12</sup>, nel 2022 la politica monetaria della Fed è stata più restrittiva di quella della BCE; e ciò ha contribuito a un drastico deprezzamento dell'euro che, a sua volta, ha alimentato l'inflazione nell'EA. Secondo: il concreto avvio del RRF promette di allentare i vincoli di offerta della UE grazie ai guadagni di efficienza derivanti sia dalla trasformazione "verde" che dalle innovazioni digitali; tuttavia, durante la fase di transizione, il RRF impone ristrutturazioni produttive che possono accentuare le strozzature di offerta<sup>13</sup>.

## 6. Verso un nuovo *policy mix*

L'analisi svolta nel precedente paragrafo mostra che i responsabili della politica economica europea non hanno saputo rispondere alle code negative della pandemia e al nuovo shock bellico, utilizzando il metodo ereditato dal biennio 2020-21. Il cambiamento della fase economica non ha soltanto portato a ovvie modifiche del *policy mix*,

<sup>12</sup> Si ricordi infatti che, fatta eccezione per la depressione nella prima metà del 2020, l'economia statunitense è cresciuta con continuità dalla seconda metà del 2009 fino al 2021.

<sup>13</sup> Il punto è stato discusso da: Lenaerts K., Tagliapietra S., Wolff G.B., "Can Technology Save Us from Degrowth?", *Bruegel Working Paper* 10, 2021; Pisani-Ferry J., "Climate Policy Is Macroeconomic Policy, and the Implications Will Be Significant", *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, August 2021. Si veda anche: Messori M., "Italy's National Recovery and Resilience Plan: Efficient Use of Resources and Social Well-Being", *SEP Policy Brief* n. 7, February 2022; trad. it. *Astrid Rassegna*, n. 3, 2022.

ma ha anche indebolito la ricerca di una coerenza fra le sue diverse componenti. Di fronte a un processo inflazionistico peculiare perché generato dalle strozzature di offerta, la BCE è stata abbandonata a sé stessa nel senso che la sua politica monetaria non ha trovato né un efficace coordinamento con le politiche fiscali nazionali, né un adeguato aiuto dalla politica fiscale accentrata. Anzi, nel *policy mix* del 2022 si è accentuato un limite negativo, già presente in quello del 2020-21 pur se con esiti immediati meno apparenti, che sta oggi provocando incoerenze fra la politica monetaria e le politiche fiscali nazionali: il mancato sostegno all'offerta aggregata.

Come si è sottolineato nel par. 4, il precedente *policy mix* aveva determinato un'efficace reazione innovativa allo shock pandemico; tuttavia, gli spazi fiscali creati dalla politica monetaria ultraespansiva della BCE erano stati utilizzati dai responsabili delle politiche nazionali più per sostenere i redditi delle famiglie e i bilanci delle imprese che per incentivare produzioni in grado di allentare i vincoli di offerta. In risposta allo shock bellico, dalla prima metà del 2022 l'impegno restrittivo della BCE sta mirando a ridurre il divario fra la domanda aggregata e la ridotta offerta aggregata e sta, così, erodendo questi spazi fiscali nazionali specie nei paesi più "fragili". Eppure, in quasi tutti gli stati membri della UE, le politiche nazionali usano le risorse residue per riprodurre trasferimenti non selettivi che, sostenendo la domanda, entrano in patente contraddizione con gli obiettivi della politica monetaria<sup>14</sup>. Per giunta, la temporanea CFC della UE rimane limitata al *Next Generation EU* che, nel breve termine, difficilmente comporta un'espansione dell'offerta relativamente alla domanda.

Tale quadro spiega perché, al di là dei positivi risultati macroeconomici conseguiti da molti paesi europei (in particolare, l'Italia) negli ultimi trimestri, le prospettive della UE siano minacciate da un elevato rischio di stagflazione che non può essere adeguatamente gestito dalla sola politica monetaria. Se la BCE viene lasciata a sé stessa (e, per di più, gravata da sostegni fiscali nazionali alla domanda), l'eventuale successo della politica monetaria nel porre sotto controllo l'inflazione si dovrà basare su restrizioni così accentuate da provocare una recessione nella UE. Dati la relativa gradualità nella restrizione monetaria della BCE<sup>15</sup> e l'impatto ritardato di tutte

---

<sup>14</sup> I sussidi, volti ad assorbire una parte degli aumenti nei prezzi dell'energia e dei suoi derivati ed erogati in quasi tutti i paesi della UE negli ultimi trimestri, sono inevitabili per le famiglie con reddito basso e medio-basso e per le imprese energivore. In assenza di tali sussidi, vi sarebbe stato infatti un aumento della povertà e l'uscita dal mercato di imprese efficienti pur se in temporanea difficoltà. Ciò che risulta incoerente con un equilibrato *policy mix* è l'allocazione indiscriminata di molte di queste iniziative all'insieme delle famiglie e delle imprese. Per giunta, una discriminazione dei sussidi non avrebbe neppure costi burocratici eccessivi. In molti stati membri della UE è usuale distinguere il prezzo dell'energia offerta a seconda che riguardi una fascia protetta o non protetta di consumi e a seconda del settore produttivo di appartenenza delle imprese.

<sup>15</sup> Tralasciando ogni valutazione in merito ai presunti ritardi nella reazione della BCE (e della Fed) ai segnali di inflazione e in merito alla sequenza degli interventi restrittivi (prima la chiusura dei programmi di acquisto netto dei titoli, poi l'aumento dei tassi di *policy*), l'affermazione fatta nel

le politiche sull'economia "reale", l'aspettativa più realistica è che l'inflazione europea rimanga al di sopra della soglia del 2% per un periodo di tempo abbastanza prolungato (ipoteticamente, fino al 2025) ma che gli incrementi nei tassi di interesse di *policy* diventino tanto persistenti da frenare la crescita economica di lungo periodo. In una parola, l'economia della UE ha un'alta probabilità di cadere in una fase caratterizzata dalla compresenza di inflazione e recessione/stagnazione, ossia da una stagflazione.

Per sfuggire a questo esito negativo, sarebbe necessario ripristinare un efficace *policy mix* connotato da una perdita di centralità della politica monetaria e dal rafforzamento della CFC. Gli attuali rischi di stagnazione e di inflazione nella UE richiedono di agire più dal lato dell'offerta che della domanda; si tratta, cioè, di indurre un contro-shock di offerta che abbia segno opposto a quello derivante dalle strozzature nelle catene internazionali del valore e nell'offerta di prodotti energetici. Tale contro-shock non può che essere innescato da interventi di politica fiscale; e, per ragioni di efficienza e di vincoli nazionali di bilancio non più allentati dalla rete di protezione costituita da APP e PEPP<sup>16</sup>, esso si dovrebbe fondare su un'appropriata forma di CFC.

A parte il già richiamato SURE e alcune promettenti prospettive aperte da *RePower EU*, oggi la UE può contare su una CFC temporanea basata su *Next Generation EU* e, più specificamente, sul RRF. Come è noto, quest'ultimo programma è incentrato su tre pilastri: la transizione digitale, la transizione "verde" e l'inclusione sociale. I "Piani nazionali di ripresa e resilienza", redatti da ognuno dei paesi che intendono beneficiare delle risorse finanziarie europee di RRF, sono incentrati su progetti (riforme e investimenti pubblici e privati) che devono contribuire alla realizzazione dei tre pilastri detti e che vanno attuati nei tempi e con le modalità concordate al fine di ottenere la prevista quota di tali risorse. Ne risulta che, sebbene i finanziamenti siano centralizzati e il disegno generale sia stato stabilito a livello europeo, i singoli progetti vanno definiti e realizzati a livello nazionale. Nel migliore dei casi il risultato è che, nel medio periodo (ossia, entro la fine del 2026, che è la data di chiusura di *Next Generation EU*), l'auspicabile successo nella realizzazione dei diversi progetti contribuirà a rafforzare la struttura produttiva europea. È tuttavia fortemente improbabile che, nel breve periodo, l'uso delle risorse del RRF induca aumenti dell'offerta più marcati degli aumenti di domanda; anzi, come si è sopra notato, rilevanti innovazioni nell'uso

---

testo riguarda il livello ancora largamente negativo dei tassi "reali" di interesse. Nondimeno, la politica monetaria della BCE è già oggi restrittiva perché va valutata in relazione alla dinamica di innalzamento dei tassi di interesse di *policy* e alle connesse aspettative di inflazione.

<sup>16</sup> L'ipotesi di maggiore efficienza della CFC rispetto alle politiche fiscali nazionali è al centro dell'analisi offerta da: Buti M., Messori M., "A Central Fiscal Capacity in the EU *Policy Mix*", *CEPR, Discussion Paper Series* n. 17577, October 2022.

della tecnologia digitale e delle fonti alternative di energia tenderanno a innescare ristrutturazioni produttive con significative, anche se temporanee, cadute dell'offerta.

Queste considerazioni giustificano la precedente affermazione: da fine 2021 e – soprattutto – dall'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina, la BCE non ha potuto avvalersi né di un efficace coordinamento con le politiche fiscali nazionali, né di un adeguato aiuto da parte della politica fiscale accentrata. In altri termini, è venuto meno quel *policy mix* che, nonostante i suoi punti di debolezza, aveva trasformato il peculiare assetto economico dell'EA e della UE in un laboratorio privilegiato per cogliere nuove tendenze della politica economica. È quindi interessante chiedersi se un corrispondente ripiegamento nelle *policy* possa essere esteso ad altre importanti aree economiche. Anche in tale caso, emergono le peculiarità europee (pur se, questa volta, in negativo). I problemi evocati non trovano, infatti, un correlato negli Stati Uniti perché la politica monetaria della Fed è chiamata a fronteggiare una tradizionale inflazione da domanda che non necessita di un'armonizzazione troppo sofisticata con la politica fiscale federale. È sufficiente al riguardo che, seguendo qualsiasi manuale di macroeconomia, i responsabili della politica fiscale non adottino iniziative così procicliche da stimolare quella domanda aggregata che la politica monetaria mira a ridurre. Ne deriva che i problemi presenti nella UE e nell'EA continuano a essere i più interessanti sotto il profilo della teoria della politica economica.

## 7. Le prospettive europee di *policy*

Data l'impossibilità di raccordare l'evoluzione della politica economica con paralleli cambiamenti dei paradigmi di teoria economica (si veda sopra, par. 1), la conclusione appena raggiunta spinge a concentrarsi ancora sulle prospettive della politica monetaria e delle politiche fiscali europee. È altamente probabile che, entro un orizzonte di medio periodo, la politica monetaria della BCE continuerà a essere restrittiva con l'effetto di vincolare in modo sempre più stringente le politiche fiscali nazionali<sup>17</sup>. Pertanto, se non si vuole tornare a una situazione in cui la politica monetaria europea riocupa in solitudine

---

<sup>17</sup> Al riguardo, saranno cruciali le nuove regole fiscali centrali che, dall'inizio del 2024, dovranno sostituire il vecchio "Patto di stabilità e crescita" oggi sottoposto alla "clausola di sospensione". Il 9 novembre 2022, la Commissione ha pubblicato una Comunicazione che illustra le linee di fondo di queste possibili regole (si veda European Commission, *Building an Economic Governance Framework Fit for the Challenges Ahead*, Brussels). Si tratta di una proposta, da sottoporre all'approvazione degli stati membri, che prevede politiche di rientro da debiti o deficit pubblici in eccesso che siano specifiche per ogni stato membro. I contenuti generali di tale Comunicazione appaiono condivisibili. Si vedano, per esempio: Amato G., Bassanini F., Messori M., Tosato G.L., "The New European Fiscal Framework: How to Harmonise Rules and Discretion", *Astrid Paper* n. 81, December 2021; Messori M., "La marcia verso la sostenibilità di debiti e crescita passa anche da regole più semplici", *Il Sole 24 Ore*, 10 novembre 2022. Tuttavia, è impossibile prevedere oggi quale sarà la versione finale approvata.

il centro della scena e palesa i suoi gravi limiti nel contrastare eccessi di inflazione innescati da strozzature dal lato dell'offerta anziché dai tradizionali eccessi dal lato della domanda, è necessario che si rafforzi la CFC. Non si tratta, tuttavia, di aumentare la spesa centralizzata in modo indiscriminato. La fase macroeconomica della UE richiede che il rafforzamento della CFC assicuri un contro-shock positivo di offerta aggregata con effetti sia di breve che di medio-lungo periodo.

Al riguardo, *Next Generation EU* e RRF sono chiamati a svolgere un ruolo cruciale che non può, però, essere esaustivo. Come si è già notato, se di successo, i progetti di RRF avranno l'effetto di superare le attuali strozzature e di aumentare l'offerta aggregata della UE. Tuttavia, per dispiegare i loro risultati, tali progetti hanno bisogno di tempo dal momento che comportano profonde riforme e/o radicali ristrutturazioni produttive; durante la transizione, essi possono persino causare temporanee riduzioni di offerta. Un chiaro esempio è dato dalla strozzatura che più vincola la produzione corrente della UE: la dinamica dei prezzi e delle quantità dell'energia tradizionale. Se la transizione "verde" avrà successo, la massiccia conversione delle produzioni europee verso l'utilizzo delle fonti sostenibili di energia sarà in grado di eliminare o di attenuare la portata stringente di questo vincolo. Si tratta, nondimeno, di una transizione lunga e costosa che si basa su riorganizzazioni produttive che investono l'intera catena del valore a monte del bene o servizio finale. Esempi analoghi potrebbero essere ripetuti per le innovazioni produttive richieste dalla transizione digitale.

Quanto detto implica che un RRF di successo sarà decisivo per il superamento delle strozzature di offerta di medio-lungo periodo, ma non potrà essere la forma di CFC idonea a risolvere il problema nel breve periodo. Ciò non significa affatto che il RRF sia irrilevante o – peggio – nocivo nel breve periodo. Basti, al riguardo, considerare la complessità dell'*iter* che ha portato all'approvazione di *Next Generation EU* da parte del Consiglio europeo nel luglio del 2020<sup>18</sup>. Tale complessità rende evidente che, senza un convincente successo di RRF, diventerebbe velleitario puntare sull'approvazione di altre forme di CFC da parte delle istituzioni europee e di tutti gli stati membri della UE. Peraltro, come è indicato dai contenuti e dalla sequenza dei più importanti Piani nazionali legati al RRF, una fondata valutazione di questo eventuale successo potrà maturare sulla base del raggiungimento degli obiettivi intermedi (i cosiddetti *target* e *milestone*) per il 2023 da parte dei principali paesi della UE, ossia in un orizzonte di breve periodo. Assumendo il successo di RRF, si crea così uno spazio per forme di CFC che siano in grado di avere impatti positivi di breve-medio periodo sull'offerta aggregata della UE.

---

<sup>18</sup> Si veda al riguardo: Buti M., Messori M., "Next Generation – EU: This Time Italy Must Not Miss the Opportunity", *SEP Policy Brief* n. 34, August 2020.

Come si è cercato di provare in lavori recenti, l'attenzione deve concentrarsi su specifiche forme di beni pubblici europei (BPE)<sup>19</sup>. Si tratta di individuare quei BPE, la cui produzione sia ovviamente in grado di calmierare la dinamica dei prezzi europei già nel breve-medio termine grazie a incrementi dell'offerta aggregata relativamente alla domanda aggregata. Inoltre, questa stessa tipologia di BPE dovrebbe limitare il deprezzamento dell'euro (specie rispetto al dollaro) che è stato così accentuato da diventare un ulteriore veicolo di inflazione nella UE. Qui non vi è la possibilità di specificare nel dettaglio quali BPE soddisfino le due caratteristiche dette. Basti, quindi, qualche esemplificazione. Nel breve termine, si dovrebbe puntare su BPE che riducano i rischi di frammentazione del mercato unico indotti dalla nuova disciplina degli aiuti di Stato che, inevitabilmente, favorisce i paesi con maggiori margini fiscali nazionali. Uno SURE per l'energia, come proposto dai Commissari Breton e Gentiloni e come adombrato nelle conclusioni del Consiglio europeo del 20-21 ottobre 2022, rappresenterebbe un'opzione promettente. Altre proposte economiche interessanti sono state suggerite dalla Presidente della Commissione nel discorso sullo stato dell'Unione del settembre 2022: la creazione di una banca europea dell'idrogeno, un fondo sovrano europeo per sostenere progetti europei di interesse comune nel campo della innovazione strategica, una normativa europea sulle materie prime critiche.

Una volta realizzate, tali proposte potrebbero anche facilitare - nel medio-lungo termine - la costruzione di reti materiali e immateriali per gran parte dei servizi europei più innovativi che, oggi, sono troppo spesso costretti entro i confini dei singoli stati membri della UE con evidente sottoutilizzo delle economie di scala. Ciò mette in luce che, oltre a colmare i divari temporali aperti da un RRF di successo, i BPE possono essere complementari e articolarsi positivamente con le transizioni "verde" e digitale e con i processi di inclusione sociale nel medio-lungo periodo.

Questa prospettiva, che recupera il metodo del *policy mix* al tempo della pandemia, consentirebbe di ridurre i rischi di stagflazione e di salvaguardare il potenziale di sviluppo della UE. Il nuovo *policy mix*, adatto allo shock bellico, sarebbe caratterizzato da tre aspetti. Primo: esso dovrebbe basarsi su una politica monetaria che, pur salvaguardando la propria indipendenza, non occupi più il centro della scena e su politiche fiscali nazionali che rispettino i propri vincoli; soprattutto, per essere efficiente, tale *policy mix* dovrebbe dare molto peso alla

---

<sup>19</sup>Oltre al già citato "A Central Fiscal Capacity in the EU Policy Mix", sia consentito il rimando a: Buti M., Messori M., "The Role of Central Fiscal Capacity in Connecting the EU's Domestic and Global Agendas", *STG Policy Papers*, School of Transnational Governance, June 2022, 13; trad. it. in *Astrid Rassegna* n. 7, 2022; Buti M., Messori M., "L'integrazione economica europea dopo la guerra: come riprendere il cammino", *Astrid Rassegna* n. 16, 2022. Nel prosieguo del paragrafo si riprendono alcuni passaggi dell'ultimo testo citato.

CFC sia nella forma del RRF che in quella dei BPE. Secondo: la politica monetaria della BCE potrebbe diventare meno restrittiva perché la pressione inflazionistica sarebbe allentata dagli impatti positivi sull'offerta derivanti, nel breve-medio periodo, dalla produzione di BPE con le caratteristiche sopra specificate e, nel medio-lungo periodo, dal successo di RRF. Terzo: una proficua interazione fra RRF e BPE sarebbe cruciale sia nel breve-medio che nel medio-lungo termine; nel breve-medio termine, le prospettive di successo di RRF aprirebbero spazi per una tipologia di BPE in grado di assorbire le conseguenze delle transizioni dello stesso RRF e, nel medio-lungo termine, le forti complementarità fra RRF e BPE ne aumenterebbero l'impatto positivo sull'economia della UE.

## 8. La necessità dei finanziamenti privati

L'intricata trama, su cui si fonda il *policy mix* descritto alla fine del precedente paragrafo, è fragile in quanto molte delle sue componenti e delle relative combinazioni possono incepparsi per ragioni sia economiche che politico-istituzionali. Eppure, essa sintetizza le rischiose sfide che la UE deve perseguire e deve vincere nei prossimi anni se intende collocarsi su un sentiero di sviluppo sostenibile e rafforzare la sua posizione nei mercati internazionali. Per rendere ancora più complesso il quadro, si aggiunga che neppure una sequenza di eventi di successo sarebbe sufficiente per assicurare un'efficace combinazione fra gli impatti di RRF e quelli dei BPE con le caratteristiche qui definite. Sarebbe infatti illusorio pensare che la transizione "verde" e quella digitale della UE si possano esaurire entro il 2026; e che, fra oggi e il 2026, le pur ingenti risorse europee messe a disposizione da *Next Generation EU* siano sufficienti per effettuare quegli investimenti pubblici e privati necessari a percorrere un tratto significativo delle due transizioni. Ne deriva che le sfide della UE possono avere successo solo se si avvarranno di un'adeguata mobilitazione e riallocazione della ricchezza finanziaria privata.

Le analisi, dedicate ai mercati finanziari della UE e dell'EA, hanno sottolineato da tempo che la ricchezza finanziaria privata europea ha un'incidenza elevata rispetto alla dimensione della relativa economia (misurata dal PIL) e solo di poco inferiore alla corrispondente incidenza statunitense; esse hanno però messo anche in rilievo che, diversamente dagli Stati Uniti, i portafogli finanziari delle famiglie europee hanno una composizione molto più concentrata su attività liquide o esterne al mercato<sup>20</sup>. Il risultato è ben noto. Nonostante la recen-

<sup>20</sup> Sia consentito il rimando a: Messori M., "The Inevitable Evolution of European Financial Markets", *SEP Working Paper* n. 13, 2019; Esposito P., Larocca V., Messori M., Mischitelli M., "Bank-Based or Market-Based Financial Sources: Which Is Better for the EU?", *SEP Working Paper* n. 19, November 2021.

te e importante crescita del mercato europeo dei *corporate bond* e di altri segmenti di mercato (per esempio, le cartolarizzazioni)<sup>21</sup>, nell'EA e nella UE le fonti prevalenti di finanziamento per le imprese del settore "reale" sono l'autofinanziamento, il credito bancario e la sottoscrizione diretta – ossia, non mediata da transazioni su mercati regolamentati – di quote proprietarie. In questo quadro poco idoneo al sostegno degli investimenti e delle produzioni innovative della UE, le istituzioni europee hanno individuato da tempo le priorità per migliorare la composizione della ricchezza finanziaria privata: la costruzione di un mercato europeo del credito bancario non segmentato a livello nazionale e lo sviluppo di segmenti non bancari dei mercati finanziari europei.

Il primo obiettivo è stato perseguito, dalla metà del 2012, mediante il processo di unione bancaria (BU); il secondo obiettivo si è, invece, fondato sul processo di *capital markets union* (CMU) avviato dalla Commissione europea nel corso del 2015. Pur se per ragioni diverse, ambedue le iniziative non hanno raggiunto i loro obiettivi.

Nonostante la rapidità nella costruzione del primo dei tre pilastri di BU incentrato su un meccanismo unico di supervisione bancaria quantomeno nell'EA (dicembre 2012), i successivi passi non sono sfociati in un'adeguata costruzione del secondo pilastro (l'accentramento a livello europeo dei meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie) e hanno trascurato il terzo pilastro (uno schema assicurativo accentrato per i depositi bancari non superiori ai 100.000 euro). Così, se all'inizio di novembre 2014 un organismo interno della BCE ha assunto l'effettiva responsabilità di vigilare sul settore bancario dell'EA e ha definito una buona divisione di competenze (vigilanza rispetto a regolamentazione) con la preesistente Autorità bancaria europea, il contemporaneo disegno e approvazione – pur se parziale – dei processi accentrati di risoluzione non è bastato ad approdare a una gestione europea delle crisi bancarie. Anzi, dopo che tali processi sono diventati pienamente operativi (inizio del 2016), i casi di crisi bancaria nei singoli paesi (e, in particolare, in Italia) sono stati per lo più gestiti sulla base di norme nazionali di liquidazione molto diverse nei vari stati membri. Il risultato è stato che, anziché segnare progressi nella costruzione di un mercato europeo del credito, il secondo e parziale pilastro di BU ne ha accentuato la segmentazione nazionale. Questa segmentazione è stata, per di più, rafforzata dal mancato varo del terzo pilastro che può essere imputato a una contrapposizione fra riduzione dei rischi nazionali bancari e condivisione dei rischi.

Nel caso di CMU, le istituzioni europee si sono sforzate di portare a termine l'architettura legislativa necessaria a completare il disegno

---

<sup>21</sup> Si veda Schnabel I., "The Rise of Non-Bank Finance and Its Implication for Monetary Policy Transmission", *Speech at the Annual Congress of the European Economic Association, 2021*.

originario. Anche se a un ritmo iniziale meno rapido rispetto a BU, lo sforzo è stato coronato da apparente successo. Infatti, prima dello scoppio della pandemia, tale architettura è stata sostanzialmente completata<sup>22</sup>. Eppure, sia prima che dopo la pandemia, un simile risultato apparentemente positivo non si è tradotto nei progressi sperati in termini di rafforzamento dei segmenti non-bancari dei mercati finanziari europei. Anzi, gli indubbi ampliamenti del mercato dei *corporate bond* e delle cartolarizzazioni non appaiono direttamente attribuibili alla legislazione di CMU. Ne risulta che i limiti di questa iniziativa vanno rinvenuti in determinanti più di fondo che investono lo stesso disegno originario. Per sfociare in un'efficace articolazione dei segmenti non-bancari dei mercati finanziari europei, l'obiettivo da perseguire non può essere un generico insieme di incentivi rispetto a strumenti già presenti in alcuni mercati nazionali della UE o importabili da esperienze più avanzate. Si tratta, invece, di cogliere la potenziale evoluzione della domanda di finanziamenti delle imprese nella UE e le connesse debolezze negli strumenti offerti da intermediari finanziari non-bancari, così da colmare gradualmente i divari e sostenere il consolidamento di mercati unitari ed efficienti.

Le considerazioni fatte rispetto ai diversi limiti di BU e di CMU convergono nel segnalare un problema generale. Quando si denuncia la mancanza di mercati europei - bancari e non-bancari - unitari, si tendono a sottolineare le deficienze dal lato dell'offerta di finanziamento assumendo come paragone aree economiche più avanzate (tipicamente gli Stati Uniti). Troppo spesso si sottovaluta, invece, la necessità di un'efficace corrispondenza fra la possibile struttura dell'offerta e la composizione (corrente e attesa) della domanda di finanziamenti. Al riguardo, assumono rilievo dimensione e organizzazione dell'apparato produttivo europeo. È ben noto che, rispetto alle aree economiche concorrenti nello scenario internazionale, la maggior parte delle imprese operanti nella UE e nell'EA è schiacciata sulle piccole dimensioni; e la stragrande maggioranza di tali imprese non è assimilabile a *start-up* sulla frontiera tecnologica ma svolge un'attività a tecnologia matura (talvolta anche di buon livello) compatibile con un'organizzazione tradizionale. Questa struttura produttiva pesa sulla composizione della domanda di finanziamenti. Pertanto, se il ricorso alla ricchezza finanziaria privata deve soprattutto servire per la realizzazione nel medio-lungo termine delle transizioni "verde" e digitale, ne deriva che una più efficace composizione dei finanziamenti va anche - se non soprattutto - misurata sulla capacità di aiutare le imprese europee perché acquisiscano la dimensione minima e l'organizzazione necessarie a diventare attori efficienti di quelle transizioni.

---

<sup>22</sup> Si veda al riguardo: Lannoo K., Thomadakis A., *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, Brussels, CEPS and ECMI, 2019.

## 9. Conclusioni

Le considerazioni sopra svolte mettono in luce tre punti fondamentali. Primo, tra la fine del 2011 e il 2021, la UE e l'EA sono stati un laboratorio di straordinario interesse in termini di politica monetaria, intermediazione finanziaria e *policy mix*. Secondo, perché tale laboratorio si possa riprodurre e migliorare anche in risposta all'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina e con l'obiettivo di attuare le transizioni "verde" e digitale, è necessario che si rafforzi la CFC basata su un RRF di successo e su BPE in grado di sostenere l'offerta aggregata anche nel breve-medio periodo. Terzo, una piena realizzazione del RRF entro il 2026 e una sollecita produzione di specifiche forme di BPE non sono, tuttavia, condizioni sufficienti; esse richiedono anche modifiche e completamenti di BU e il ridisegno di CMU in modo da costruire mercati finanziari europei "spessi" e unitari che avvicino le risorse finanziarie private alle esigenze delle imprese.

Questi tre punti sono molto difficili da realizzare. Da un lato, essi vanno armonizzati con altri aspetti di *governance* della UE e, in particolare, con la riforma delle regole fiscali centrali. Dall'altro, essi si incentrano su una CFC che deve diventare, nei fatti anche se non nella forma, permanente o - almeno - ricorrente. Pertanto, la realizzazione dei tre punti detti non richiede soltanto appropriate decisioni economiche, ma passa anche attraverso delicati accordi politico-istituzionali fra le istituzioni europee e gli stati membri della UE.

Esula dai compiti del presente scritto valutare se un insieme così complesso di condizioni possa trovare realizzazione nei prossimi anni. Certo è che il soddisfacimento dei tre punti detti e di quelli che, come mostrato nei precedenti paragrafi, ne costituiscono il retroterra rappresenta un passaggio inevitabile perché la UE si collochi su un sentiero di sviluppo sostenibile nel medio-lungo periodo e salvaguardi o rafforzi il suo ruolo nel contesto internazionale.

## Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come “Rivista delle società commerciali” ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un paper accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

### Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: [rpe@confindustria.it](mailto:rpe@confindustria.it)

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

### Direttore responsabile

Silvia Tartamella

### Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Paola Centi

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma