

**Pier Carlo Padoan**

**AUDIZIONE PRESSO LA COMMISSIONE BILANCIO DELLA CAMERA DEI  
DEPUTATI SULLA COMUNICAZIONE**

**"L ECONOMIA EUROPEA DOPO COVID-19. IMPLICAZIONI PER LA  
GOVERNANCE ECONOMICA."**

**10 Marzo 2022**

## *Introduzione*

Ringrazio la Commissione per questa opportunità. Preciso che le valutazioni che condividerò sono mie personali e non coinvolgono UniCredit.

Dopo lo scoppio della crisi pandemica, l'Unione Europea ha introdotto significative modifiche all'apparato di governance economica per fronteggiare la grave recessione indotta dalle misure sanitarie, indispensabili per affrontare la pandemia. Tale risposta si è collocata in un quadro generale comune alla gran parte delle economie avanzate, e che si era venuto consolidando da un paio di decenni, di crescita debole e frenata da impedimenti strutturali legati a fattori demografici, di crescita delle diseguaglianze e di indebolimento della dinamica della produttività (quadro a cui a volte si fa riferimento con il termine "stagnazione secolare").

È stato sospeso il funzionamento del patto di Stabilità e Crescita. È stata parzialmente sospesa la normativa relativa alla disciplina degli aiuti di stato. È stato introdotto il meccanismo SURE per il sostegno dei mercati del lavoro. È stato introdotto il meccanismo Next Generation EU (NGEU) e i connessi piani di ripresa e resilienza. Ciò in aggiunta all'introduzione da parte della Banca Centrale Europea di strumenti dedicati a contribuire al sostegno dell'economia in un contesto di tassi negativi.

In sintesi, la risposta alla crisi è stata ed è multidimensionale, coinvolgendo misure di sostegno della domanda, di stimolo dell'offerta, e di finanziamento con strumenti a valenza europea. Si tratta di un quadro complesso ma necessario vista l'estensione della crisi. È stata una risposta assai significativa anche in termini di architettura istituzionale per lo sforzo collettivo dei membri dell'Unione. Sforzo che sarebbe stato impensabile prima della crisi Covid (e che, per esempio, non si era invece materializzato in occasione della grande crisi finanziaria del decennio precedente).

Al netto delle conseguenze delle drammatiche vicende in Ucraina, ancora da valutare, con il progressivo indebolirsi della crisi pandemica si pone la questione del ritorno a "una normalità" nella gestione della governance economica nell'Unione

Europea. Una normalità assai probabilmente diversa da quella pre-Covid. L'esigenza di un cambiamento in questo senso, del resto, era già emersa prima dello scoppio della pandemia covid. L'esigenza di rivedere il funzionamento del Patto di Stabilità e Crescita, che aveva già palesato limiti e difetti di concezione e di funzionamento, si collegava anche con l'opportunità di mutare profondamente il meccanismo di crescita in Europa, in direzione di un modello basato sulla doppia trasformazione digitale e ambientale.

Si pone, quindi, oggi il problema di come sia possibile rinnovare e rafforzare la governance economica dell'Unione Europea a partire dalle novità introdotte nel post Covid. Come avrò modo di approfondire più avanti, anche da questo punto di vista le caratteristiche del NGEU potranno essere assai preziose per rinnovare il quadro di governance della UE. Pur nella consapevolezza che il NGEU sia uno strumento a carattere eccezionale e temporaneo e che ostacoli legali si frappongono a una sua estensione a strumento permanente.

### *Perché la Governance europea?*

Prima di entrare nella questione di come ridisegnare la governance economica dell'UE, è opportuno ricordare gli obiettivi di fondo che, in questa fase storica, la governance europea dovrebbe perseguire.

Tali obiettivi si possono ricondurre a quattro elementi:

- a) una crescita sostenibile e robusta
- b) una progressiva riduzione del debito
- c) una trasformazione nei modelli di produzione e di consumo in direzione delle tecnologie digitali e della salvaguardia ambientale
- d) una ripresa della convergenza economica tra i paesi membri dell'Unione, che si era interrotta a partire dalla grande crisi finanziaria.

È evidente che questi obiettivi sono interrelati. Una crescita sostenuta e sostenibile è la via maestra per ridurre il debito, a condizione che il tasso di crescita del reddito sia superiore al tasso di interesse sul debito medesimo. La crescita deve poi favorire la trasformazione digitale e ambientale. Ma tale trasformazione, a sua volta, deve

fornire una spinta alla produttività. La crescita deve tornare ad essere motore di convergenza e, a sua volta, la convergenza e la maggiore integrazione devono accelerare e sostenere la crescita, riproponendo così un meccanismo, quello dell'integrazione, che è sempre stato cruciale nello spiegare l'evoluzione dell'economia europea.

Per perseguire questi obiettivi occorre poter contare su tutti gli strumenti disponibili e sulle sinergie tra di loro. Di questi ne farò cenno più avanti. È in questo contesto che si inserisce il dibattito sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita (PSG).

#### *La riforma del patto di stabilità e crescita.*

È opinione largamente (ma non completamente) condivisa che il PSG debba essere riformato prima della sua reintegrazione sul piano operativo. L'esperienza di molti anni di funzionamento ha messo in evidenza i limiti di prociclicità, scarsa trasparenza (per esempio nel ruolo dell'output gap), approssimazione e discrezionalità che ha spesso alimentato controversie tra gli Stati membri. Ma altri osservatori, soprattutto tra i paesi "frugali", hanno sottolineato che il PSG non richiede una ridefinizione delle regole di funzionamento quanto un utilizzo più equilibrato delle medesime regole, che possa sfruttare al meglio la flessibilità di cui già dispone.

La posizione di chi vi parla in merito è la seguente. Il PSG si può e si deve semplificare e rendere più trasparente, per esempio introducendo una regola del debito che ne preveda una diminuzione graduale ma costante nel lungo periodo. Va poi valutato il ruolo di una regola della spesa che sia coerente con la dinamica di rientro del debito. Ma anche con gli obiettivi di crescita sostenibile.

Per dirla in altri termini ritengo che la critica principale al PSG sia un'altra. Il PSG non dispone di strumenti che sostengano in modo efficace la crescita. È anche per questa ragione nonché per la crescita contenuta in grado di generare che il PSG è risultato in molti casi inefficace o, comunque, debole lo sforzo per ridurre il debito. Come detto la via maestra per ridurre il debito è la crescita. E, come già accennato, un tasso di crescita superiore al tasso di interesse sul debito è condizione necessaria (e in alcuni casi sufficiente) per una riduzione del debito.

A volte si sostiene che la condizione per la sostenibilità della finanzia pubblica sia un andamento sostenibile del rapporto tra reddito (da cui dipende il flusso di entrate fiscali) e servizio del debito (che deve essere finanziato da tali entrate).

Per tornare al ruolo degli strumenti per la crescita nell'ambito del PSG, va ricordato il dibattito sull'introduzione di meccanismi di "golden rule", tradizionale o verde, che, appunto, testimonia la necessità di colmare questa lacuna, così come la proposta di un trattamento diverso per diversi tipi di debito, in base alle motivazioni del suo utilizzo, vale a dire se indirizzato o meno a sostenere la crescita di lungo periodo. Nel caso di una green golden rule si propone un meccanismo di incentivo al sostegno degli investimenti pubblici e di spese in conto capitale che abbiano una focalizzazione verso una maggiore sostenibilità ambientale.

Si tratta di criteri da considerare seriamente. La principale obiezione alla loro applicabilità riguarda l'identificazione delle voci di bilancio da eventualmente escludere ai fini del computo dei saldi di finanzia pubblica. Non sempre questo è ovvio. Per esempio, alcune spese correnti possono essere indispensabili per sostenere la crescita nel lungo periodo. Ma alcune spese per investimenti verdi potrebbero essere solo il risultato di una riclassificazione contabile (green washing).

Pur tenendo conto delle difficoltà operative di questa proposta, si tratta di una strada da esaminare con attenzione che, tuttavia, può non essere sufficiente. Occorre, infatti, riflettere con più attenzione sulle determinanti della crescita nel medio/lungo periodo. Queste richiedono elementi in virtù dei quali, tra l'altro, gli investimenti pubblici siano affiancati da investimenti privati. Ma, soprattutto, è necessario un ruolo centrale delle riforme strutturali. A maggior ragione le politiche per la crescita sono necessarie se tali investimenti devono produrre la transizione digitale ed ambientale.

### *Riforme strutturali*

Esiste abbondante evidenza empirica che le riforme strutturali siano il driver principale dell'andamento della produttività. Sotto il termine riforme strutturali si intendono, come noto, misure molto diverse tra loro. Inoltre, il loro impatto diretto o

indiretto sulla produttività dipende in gran parte dalle caratteristiche del contesto economico e istituzionale a cui si applicano.

È quindi difficile definire regole di applicazione e implementazione delle riforme strutturali valide per ogni situazione. Ma è possibile definire una metodologia comune che permetta di definire un quadro di riferimento che sia condiviso dai paesi e dalle istituzioni. E che, soprattutto, generi incentivi efficaci ai fini dello stimolo degli investimenti, pubblici e privati.

È a questo punto che va valutato il ruolo di NGEU, non tanto come meccanismo che sostituisca sic et simpliciter il PSG, quanto che possa offrire lezioni per la riforma del medesimo. (Ricordo che, nel rispetto dei Trattati, non è possibile immaginare un ruolo permanente di NGEU, visto il carattere eccezionale dell'intervento anti COVID. È però possibile trarre indicazioni utili in termini di metodo).

Il NGEU prevede, come è noto, che i paesi membri possano beneficiare di risorse aggiuntive, sotto forma di doni o di prestiti a condizioni molto favorevoli, in cambio dell'implementazione di un programma di investimenti pubblici e di riforme strutturali. È rilevante che il contenuto dei programmi strutturali sia approvato dalla Commissione ma proposto dal paese membro. Quest'ultimo acquisisce, quindi, la "ownership" del programma. L'esborso delle quote di risorse finanziarie sarà condizionato alla verifica di risultati intermedi pure concordati con la Commissione.

Questa configurazione permette di affrontare due problemi: la presenza di incentivi efficaci per l'attuazione delle riforme, l'orizzonte temporale sufficientemente lungo, ma comunque predefinito e quindi credibile, entro il quale poter valutare l'efficacia delle misure adottate. Il meccanismo NGEU, che comprende anche l'emissione di titoli con il sostegno del bilancio dell'Unione Europea, rappresenta quindi un meccanismo esplicitamente rivolto al sostegno della crescita, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Si tratta, inoltre, di un meccanismo che non si basa su regole numeriche ma su un accordo, un contratto, tra paesi membri e Unione Europea, accordo che riflette le preferenze nazionali sulle modalità di governance dell'economia

Esistono numerosi esercizi di simulazione, da parte di istituzioni ufficiali e operatori privati, che esplorano scenari relativi all'impatto delle misure di NGEU a livello europeo e di singole economie nazionali. I risultati sono molto simili. Nell'ipotesi che le risorse NGEU siano utilizzate per finanziare investimenti, l'interazione tra investimenti pubblici e riforme strutturali genera una forte spinta alla crescita. Gli investimenti sostengono la domanda e nel medio periodo stimolano l'offerta e la crescita potenziale. Le riforme strutturali eliminano (o riducono) gli ostacoli all'investimento, rafforzando l'impatto sugli investimenti sia pubblici che privati. La simultaneità degli investimenti e delle riforme in diversi paesi crea un ulteriore stimolo alla crescita tramite gli effetti di secondo ordine (spillovers). La crescita più sostenuta è anche meglio distribuita favorendo la convergenza tra paesi. In altre parole, l'utilizzo di tutti gli strumenti disponibili rafforza l'effetto complessivo grazie alle sinergie tra strumenti e gli effetti di spillovers. Ciò rende più facile la strategia di discesa graduale del debito come regola fondamentale per un PSG rinnovato.

### *Altri strumenti*

La risposta alla crisi in termini di governance economica dell'Europa deve, però, andare oltre per poter assicurare una crescita sostenuta e sostenibile. L'agenda comprende vari elementi, in parte già in funzione, altri in evoluzione.

Ricordiamo gli elementi principali. L'Unione Bancaria, l'Unione del Mercato dei Capitali, una capacità fiscale comune, il mercato interno, in particolare del settore dei servizi, uno strumento che permetta di gestire lo stock di titoli pubblici dei paesi ad alto debito. I primi due elementi sono necessari per rafforzare il meccanismo di intermediazione tra risparmi e investimenti. Si tratta di un aspetto essenziale per il raggiungimento degli obiettivi legati alla doppia transizione, digitale ed ecologica, che devono poter contare in misura significativa su risorse private in aggiunta a quelle pubbliche.

Devono essere diversificate le fonti di finanziamento delle imprese che sono fortemente squilibrate sul credito bancario. L'Unione Bancaria deve essere completata con il terzo pilastro, il meccanismo di garanzia dei depositi. Come è noto, questo aspetto ha trovato forti resistenze in diversi paesi ma nell'Eurogruppo si sta

sviluppando una iniziativa che possa contare su una strategia di avvicinamento graduale a una piena introduzione del meccanismo di assicurazione dei depositi.

L'Unione del Mercato dei Capitali ha segnato fino ad ora progressi limitati. Occorre accelerare il processo per sostenere la doppia transizione accrescendo non solo la quantità ma la varietà di mezzi di finanziamento. Come è noto sono gli strumenti di mercato quelli più efficaci nel finanziare gli investimenti in innovazione.

Una capacità fiscale comune è necessaria per diversi scopi. Tra gli altri la produzione di beni pubblici europei, come per esempio un sistema di sicurezza e di capacità militare, ma anche fornire uno strumento anticiclico e redistributivo. L'esperienza di NGEU e di SURE suggerisce che questo strumento potrà essere finanziato da titoli europei. Inoltre, la presenza di una capacità fiscale comune richiederà un coordinamento verticale (a livello europeo e nazionale) tra le politiche nazionali e la regola del debito.

Il mercato interno rappresenta uno strumento assai efficace per sostenere la crescita tramite maggiore integrazione e minori ostacoli agli investimenti. Negli anni passati l'integrazione dei mercati dei prodotti ha permesso un'accelerazione della produttività e degli investimenti. Manca tutt'ora una vera integrazione del mercato dei servizi oltre che dell'energia. Senza un mercato dei servizi liberalizzato, in particolare dei servizi per le imprese, non si potrà ottenere quello stimolo agli investimenti dedicati all'innovazione e, quindi, alla produttività, necessari per procedere nella doppia transizione.

Uno strumento di gestione dello stock di debito pubblico permetterebbe di accrescere lo spazio della politica monetaria. Alcune proposte suggeriscono di utilizzare il Meccanismo Europeo di Stabilità per trasferire debito sovrano dal bilancio della BCE al bilancio del MES e sostituirlo con debito europeo.

### *Conclusioni*

Dal momento della sua nascita l'Unione Monetaria ha subito accelerazioni nella costruzione della sua architettura istituzionale in occasione di crisi che hanno



mostrato, di volta in volta, i limiti della architettura esistente al momento. Squilibri macroeconomici e di finanza pubblica in un contesto di crescita debole hanno evidenziato i limiti del patto di stabilità e crescita. Così come la crisi del debito sovrano ha portato al lancio dell'Unione Bancaria, la crisi Covid ha portato il SURE e il NGEU.

Molti risultati sono stati raggiunti, altri no. In alcuni casi le crisi hanno messo in luce non solo la necessità di rafforzare le istituzioni esistenti, ma anche di rinunciare ad altre.

Nel procedere in questa costruzione è emersa con regolarità inesorabile la presenza di differenze di vedute tra diversi gruppi di paesi. Come testimoniano le discussioni in ambito Eurogruppo ed Ecofin. Una diversità particolarmente presente è stata la diversa enfasi nello sviluppo di politiche di "mitigazione del rischio" rispetto a strumenti di "condivisione del rischio". Questa enfasi ha spesso portato a una situazione di stallo nella costruzione istituzionale come mostra, per esempio, il difficile cammino per il completamento della Unione Bancaria. Il suo percorso ha trovato la resistenza di chi richiedeva che prima di introdurre strumenti di condivisione del rischio fosse necessario che i paesi considerati più rischiosi facessero gli aggiustamenti necessari.

Questo mi porta a ribadire un concetto che si deve porre alla base della riflessione sulla governance europea. L'identificazione di un valore aggiunto europeo per il raggiungimento del quale occorrono strumenti europei. Gli strumenti che abbiamo considerato si caratterizzano per diversi gradi di "valore aggiunto europeo". Nella sua ispirazione iniziale il patto di stabilità doveva garantire che i paesi membri dell'Unione Monetaria presentassero una traiettoria sostenibile della finanza pubblica. Questo perché il mantenimento della sostenibilità finanziaria è un bene pubblico per i paesi membri dell'euro e non solo. Analogamente il mercato interno, l'Unione Bancaria, l'Unione del Mercato dei Capitali sono il prodotto di un processo di integrazione che aggiunge un valore aggiunto europeo (e non la somma dei contributi nazionali) alla governance economica. NGEU ne è forse l'esempio più significativo. Si tratta di produrre beni pubblici europei (una crescita qualitativamente sostenibile) con strumenti finanziari europei.

Infine, le drammatiche vicende in Ucraina rendono evidente che se l'Europa vuole svolgere un ruolo di primo piano nel contesto internazionale, si deve dotare di altri beni pubblici, come quelli legati alla sicurezza e la difesa.