

Lezioni Mario Arcelli
XX

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria

Atti della ventesima
“Lezione Mario Arcelli”

Sostenibilità finanziaria,
sostenibilità climatica:
il ruolo dei processi decisionali

a cura di
Daniele Franco e Angelo Federico Arcelli

Piacenza, 5 marzo 2024

RUBETTINO

2024

Comitato Scientifico delle “Lezioni Mario Arcelli”

Prof. Maurizio Baussola
Prof. Luigi Campiglio
Prof. Enrico Ciciotti
Prof. Ignazio Angeloni
Prof. Marco Mazzoli
Prof. Francesco Timpano
Prof. Angelo Federico Arcelli
Dott. Francesco Arcelli
Dott. Marco Arcelli Fontana
Prof.ssa Francesca Arcelli Fontana

Comitato Direttivo

Angelo Federico Arcelli
Francesca Arcelli Fontana
Luca Bagato
Maurizio Baussola
Angelo Manfredini
Francesco Timpano

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria Mario Arcelli
Università Cattolica - Sede di Piacenza
Via Emilia Parmense, 84 - 29100 - www.marioarcelli.org

Indice

<i>Nota introduttiva</i>	7
Sostenibilità finanziaria, sostenibilità ambientale: il ruolo dei processi decisionali (di Daniele Franco)	9
Lo sviluppo sostenibile tra spinte di policy ed evoluzione dei mercati (di Francesco Timpano)	41
Moneta e Ricchezza (di Angelo Federico Arcelli)	75

Nota introduttiva

La ventesima edizione della «Lezione Mario Arcelli», organizzata dal CeSPEM Mario Arcelli, centro studi dell'Università Cattolica, sede di Piacenza, anche quest'anno con il supporto della Fondazione Mario Arcelli ETS si è tenuta a Piacenza il 5 marzo 2024.

La nuova Fondazione Mario Arcelli ETS, costituita nel corso del 2022, sarà, nelle intenzioni, il promotore di tutte le iniziative accademiche in memoria di Mario Arcelli, e continuerà quindi la collaborazione con il CeSPEM e con l'Università Cattolica del Sacro Cuore per l'organizzazione delle lezioni annuali, sostenendo la pubblicazione dei volumetti di Atti.

La lezione 2024 ha quindi potuto tenersi nei modi consueti, con ampia partecipazione degli studenti in presenza, ed è stata preceduta dal saluto introduttivo delle varie autorità e istituzioni locali, e in particolare della Sindaca di Piacenza, On. Katia Tarasconi.

La lezione di quest'anno è stata tenuta dal prof. Daniele Franco, già Ministro per l'Economia e le Finanze della Repubblica Italiana e in precedenza, tra l'altro, Ragioniere Generale dello Stato e Direttore Generale della Banca d'Italia.

Il relatore di quest'anno ha maturato una vasta esperienza sui temi economici europei e di sostenibilità economica, sia da un punto di vista del regolatore che del policy maker e ha contribuito al dibattito nazionale su questi strumenti con pubblicazioni e interventi.

La preside, Prof. Annamaria Fellegara ha aperto la giornata e il Prof. Francesco Timpano, direttore del Cespem Mario Arcelli, ha moderato la lezione e il dibattito che le è seguito.

Piacenza, 5 marzo 2024

I curatori

Sostenibilità finanziaria, sostenibilità ambientale: il ruolo dei processi decisionali

di Daniele Franco

1. *Introduzione*

Sono molto onorato per la possibilità di tenere la XX Lezione Mario Arcelli. Nei primi anni '70 ho avuto il privilegio di seguire il corso di Politica economica tenuto dal Prof. Arcelli presso l'Università di Padova, apprezzandone sia la profonda cultura economica sia la capacità di spiegare con estrema chiarezza e semplicità concetti complessi. All'interesse per la teoria economica e all'attività accademica il Prof. Arcelli ha sempre associato una grande attenzione per la politica economica, che lo ha portato ad assumere vari ruoli istituzionali e a contribuire al dibattito pubblico come editorialista.

La Lezione odierna si concentra su un tema su cui gli economisti si sono a lungo confrontati, quello della sostenibilità, cercando di evidenziare i nuovi sviluppi che la politica economica deve affrontare. Il tema tradizionale della sostenibilità finanziaria, a lungo incentrato sulla dinamica del debito pubblico, ha assunto nuovi connotati negli ultimi decenni del secolo scorso, quando la nuova dinamica demografica ha sollevato problemi per l'equilibrio finanziaria dei sistemi previdenziali e sanitari e, più in generale, dei bilanci pubblici. Più recentemente, a questi temi si è affiancato con prepotenza quello della sostenibilità ambientale. In tutti i casi è fondamentale il ruolo dei processi decisionali nella sfera politica: è cruciale come si affronta la dimensione intertemporale delle scelte finanziarie e

ambientali¹. Sono temi su cui certamente Mario Arcelli sarebbe intervenuto con rigore scientifico e con suggerimenti approfonditi per le politiche pubbliche.

2. Sfide diverse: un bisogno comune di lungimiranza

Negli ultimi anni le nostre società e le nostre economie hanno affrontato sfide di rilevanza mondiale, alcune delle quali sono ancora aperte. Circa quindici anni fa abbiamo attraversato una crisi finanziaria globale, nel 2020 siamo stati colpiti da una pandemia. Entrambi gli eventi hanno determinato recessioni profonde. Stiamo inoltre affrontando, contemporaneamente, una trasformazione demografica di dimensioni inattese, che riguarda sostanzialmente tutto il mondo, e il problema del riscaldamento globale, che mette a rischio il nostro benessere e anche la nostra salute.

La trasformazione demografica e il riscaldamento globale sono processi relativamente lenti, che richiedono investimenti e riforme, azioni preventive e correttive su vasta scala, da attuare su tempi lunghi. Le crisi finanziarie e le pandemie sono invece processi repentini, meno prevedibili; ma anche per questi fenomeni è cruciale approntare misure preventive, regolamentari e organizzative; è inoltre fondamentale disporre di margini di bilancio adeguati per poter reagire con efficacia.

In tutti i casi, più tardi si agisce e maggiori sono gli oneri futuri. Se non si riducono al più presto le emissioni di gas serra, se non ci si prepara a gestire future pandemie, se non si adattano le politiche pubbliche all'evoluzione demografica, se non si riduce il debito nelle fasi relativamente favorevoli, le generazioni più giovani dovranno affrontare i costi di un contesto climatico, sanitario o finanziario peggiore di quello attuale.

Per ognuna delle sfide appena menzionate serve lungimiranza, ma questa esigenza si può scontrare con i tempi della po-

¹ Alcune riflessioni proposte in questa Lezione traggono spunto da un lavoro in corso con la Dr.ssa Luisa Carpinelli, che ha trovato un primo sbocco nell'articolo Carpinelli e Franco (2023).

litica e con le preferenze di cittadini ed elettori. Infatti, i meccanismi di aggregazione del consenso tendono spesso a dare più peso a quanto accade nel breve termine. È nota al riguardo una frase attribuita ad Harold Wilson: “Una settimana è un tempo molto lungo in politica”².

È pertanto necessaria una riflessione sul peso che diamo al futuro nelle nostre scelte collettive.

3. Sostenibilità e ruolo del futuro nelle scelte di politica economica

Il concetto di sostenibilità è uno strumento analitico per guardare al futuro. La definizione di sostenibilità è semplice e intuitiva: una politica economica è ‘sostenibile’ quando può essere mantenuta invariata nel tempo. È ‘insostenibile’ quando tende a condurre a una situazione di crisi, per esempio a una bancarotta, che richiede una correzione della politica stessa (IMF, 2007)³.

Il dibattito tecnico sulla definizione e sulla misurazione delle condizioni di sostenibilità sottende una preoccupazione per il futuro: una politica insostenibile tende a danneggiare chi vivrà in futuro, come le generazioni più giovani ora viventi. Per esempio, il mancato rimborso del debito pubblico ha effetti pesanti e persistenti sull’economia, sulla società e sulle relazioni internazionali; il peggioramento delle condizioni ambientali ha effetti sulle aspettative di vita e sul benessere della popolazione.

La questione cruciale è il bilanciamento delle esigenze delle generazioni viventi e di quelle che vivranno in futuro, che è essenzialmente un problema etico. Per affrontare analiticamente questo problema gli economisti utilizzano il tasso di preferenza

² Wilson fu primo ministro della Gran Bretagna negli anni ’60 e ’70 del secolo scorso. Meno recente (1886), ma di attribuzione più certa, è invece la seguente frase di Joseph Chamberlain (ministro del Commercio e delle Colonie della Gran Bretagna e padre per primo ministro Neville Chamberlain): “In politics, there is no use in looking beyond the next fortnight.”

³ Si vedano anche Domar (1944), Blanchard et al. (1990), Auerbach et al. (1991), Balassone e Franco (2000), Chalk and Hemming (2000).

intertemporale, che è il tasso di interesse che traduce flussi futuri (redditi, consumi, ecc.) nel loro valore attuale. Un tasso di interesse basso implica che il futuro ha molto peso nelle scelte attuali, un tasso di interesse elevato implica che il futuro ha poco rilievo nelle medesime scelte⁴.

La tabella 1 chiarisce questo concetto. Se prendiamo un tasso di sconto pari allo 0,1%, 1.000 euro fra dieci anni si traducono in circa 990 euro odierni, 1.000 euro fra cento anni in circa 905 euro odierni. Il valore attuale si riduce col passare del tempo, ma conserva a lungo valori significativi. Se si utilizza invece un tasso pari al 7%, già dopo dieci anni il valore si dimezza, e dopo cento anni, il valore diviene pressoché nullo.

Tab. 1

Valore di 1000 euro ...				
Tasso di sconto	0,1%	1%	4%	7%
...1 anno	999,0	990,1	961,5	934,6
...10 anni	990,1	905,3	675,6	508,3
...100 anni	904,9	369,7	19,8	1,2
...200 anni	818,8	136,7	0,4	0,0

Nel corso dell'ultimo secolo il dibattito su quale tasso vada utilizzato ha coinvolto molti economisti, ma anche scienziati della politica e filosofi. L'utilizzo di un tasso di sconto pari a zero o molto basso può essere basato sulla valutazione che il peso attribuito al benessere di una persona non deve essere ridotto perché questa vivrà in futuro⁵. D'altro canto, non attualizzare gli

⁴ La scelta del tasso di sconto è fondamentale nelle analisi costi-benefici. Si vedano Musgrave e Musgrave (1976) e Dreze e Stern (1987).

⁵ Su questa posizione si collocano Ramsey (1928), Parfit (1984), Stern (2006).

importi futuri equivale a non tenere conto della crescita dei consumi pro capite che da almeno due secoli si osserva di generazione in generazione, per effetto dell'accumulo di risorse e conoscenze. Ciò può condurre a risultati paradossali, quali costringere le generazioni meno giovani, più povere delle successive, a tassi di risparmio molto elevati. Ciò suggerisce di utilizzare un tasso di sconto di livello significativo⁶.

Sono visioni diverse, entrambe sostenute da buoni argomenti. In concreto, conta però il tasso di sconto implicito nelle scelte che vengono effettuate dai sistemi politici. Al riguardo, vi è una estesa letteratura, sia economica sia di scienza della politica, che indica che i processi decisionali pubblici possono penalizzare il futuro. Viene, per esempio, messo in luce che in una qualsiasi democrazia i decisori politici tendono a concentrare il proprio interesse sulle scadenze elettorali e che questo può indurli a scelte che tengono conto soprattutto di esigenze di consenso di breve periodo. In altri termini, si utilizzerebbero tassi di sconto relativamente elevati.

Buchanan J.M. e Wagner R. E. (1977, p. 166) rilevano che: «*Politicians themselves have, for the most part, short time horizons. For most of them, each election presents a critical point, and the primary problem they face is getting past this hurdle*». Nordhaus (1975, p. 187) nota che: «*a perfect democracy with retrospective evaluation of parties will make decisions biased against future generations. ... To the extent that investment requires a subtraction from present consumption ... the level of such investment will be lower than is optimal*». Di Bartolomeo G. et al (2018, p. 290) osservano che: «*there may be a tendency to under-invest in policy actions that are costly to the current electorate but generate benefits after the elections and to over-invest in actions whose costs occur in the future...*»

È pertanto evidente che i processi decisionali collettivi non necessariamente assicurano la sostenibilità finanziaria delle politiche pubbliche o la sostenibilità ambientale.

⁶ Su questa posizione si collocano Arrow e Kurz (1970) e Nordhaus (2007).

4. *Sostenibilità finanziaria e debito pubblico*

L'analisi economica si è a lungo concentrata sulla sostenibilità del bilancio pubblico, che trova la sua sintesi nella sostenibilità del debito pubblico. Quest'ultimo consente di reperire risorse senza ricorrere alla tassazione, ovvero all'usuale strumento di finanziamento della spesa pubblica. L'analisi si è pertanto soffermata sul confronto tra gli effetti del ricorso al debito rispetto a quelli del ricorso alla tassazione.

Il debito è un fondamentale strumento di politica economica: consente di realizzare grandi investimenti, affrontare recessioni profonde e gestire eventi eccezionali, come catastrofi, conflitti e riunificazioni⁷. Per esempio, il ricorso al debito pubblico ha permesso di limitare gli effetti negativi dell'improvvisa recessione determinata dalla pandemia nel 2020.

Tuttavia, un ricorso eccessivo al debito può creare problemi. Un debito elevato può determinare tassi di interessi più alti, un maggiore prelievo fiscale futuro, una minore flessibilità del bilancio pubblico, effetti negativi sull'accumulazione di capitale, maggiore incertezza; può inoltre esporre il paese a maggiori rischi finanziari⁸.

La questione cruciale è l'andamento del rapporto tra debito e prodotto⁹, che dipende dal costo medio del debito, dal tasso di crescita del PIL e dal saldo di bilancio primario¹⁰.

Vari studi hanno cercato di valutare gli effetti del debito pubblico sulla crescita dell'economia e si sono interrogati sull'esistenza o meno di soglie critiche al rapporto tra debito e prodotto interno lordo.¹¹ Si è rilevato che alti livelli di debito possono influire sulla crescita e sull'efficacia delle politiche pubbliche. I canali di azione sono noti: un debito elevato ri-

⁷ Pigou (1929), Balassone et al. (2004).

⁸ Nitti (1903), Steve (1973), Musgrave e Musgrave (1976).

⁹ Domar (1944).

¹⁰ Rilevano inoltre le operazioni che influiscono sul debito senza passare per il saldo primario, quali le dismissioni di attività patrimoniali e gli effetti del cambio sul valore del debito espresso in valuta nazionale.

¹¹ Baum et al. (2012), Cecchetti et al. (2011).

duce i margini di manovra della politica di bilancio in situazioni congiunturali sfavorevoli o nelle emergenze; può anche accrescere l'incertezza e associarsi a tassi di interesse più alti. Non vi è tuttavia accordo sulle soglie critiche e sugli impatti quantitativi¹².

Gli studi riguardanti gli effetti di situazione di default, in cui lo Stato non ottempera all'obbligo di rimborsare il debito, mostrano che i paesi coinvolti tendono ad avere una crescita più bassa degli altri paesi, anche su periodi abbastanza lunghi¹³.

Quindi, il debito pubblico è un fondamentale strumento di politica economica ma un suo utilizzo non attento può avere importanti effetti negativi.

Vari economisti hanno messo in luce gli incentivi politici a un ricorso eccessivo all'indebitamento. Say (1853, p. 448) notava che il debito consente ai governi “... *to conceive gigantic projects that lead sometimes to disgrace, sometimes to glory, but always to a state of financial exhaustion*”. Pareto (1943, p. 135) rilevava che “*il prestito è un modo per far accettare alle popolazioni ciò che non accetterebbero coll'imposta*”. Einaudi (1948, p. 347) osservava che, nel decidere una spesa straordinaria, “*se da un punto di vista puramente economico-finanziario è preferibile il ricorso all'imposta, dal punto di vista politico ... è preferibile il debito all'imposta*”.

Una politica di bilancio non prudente, in particolare nelle fasi positive del ciclo economico, e un utilizzo inappropriato del debito possono determinare situazioni non sostenibili e dannose per il benessere futuro di cittadini e contribuenti. L'esistenza di questo rischio è alla base di molteplici studi sulla misurazione della sostenibilità delle politiche di bilancio in essere (ricordati sinteticamente nel paragrafo 5). È anche alla base della definizione di regole e istituzioni di bilancio volte ad assicurare politiche sostenibili (esaminate nel paragrafo 6).

¹² Questo tema è affrontato anche nella prefazione di Mario Arcelli (1993) a una raccolta di saggi da lui edita sul debito pubblico italiano.

¹³ Furceri e Zdzienicka (2011).

5. *Sostenibilità finanziaria, demografia, proiezioni di lungo periodo*

Negli anni '70 e '80 del secolo scorso il dibattito sulla sostenibilità finanziaria si è allargato all'intero bilancio pubblico e, in particolare, alle componenti del bilancio pubblico più strettamente collegate con il cambiamento della struttura della popolazione, connesso con l'allungamento della vita attesa e con la caduta della natalità.¹⁴ È infatti diventato evidente che i cambiamenti demografici stavano rendendo molto più onerosi i sistemi previdenziali e sanitari creati o potenziati nei decenni precedenti.

Le istituzioni internazionali hanno fornito un contributo fondamentale allo sviluppo di previsioni di lungo termine dei conti pubblici¹⁵. Attualmente pressoché tutti i paesi avanzati formulano proiezioni di lungo periodo delle principali voci di spesa pubblica; tali proiezioni sono utilizzate per calcolare indicatori sintetici della sostenibilità dei conti pubblici¹⁶. L'Unione europea, in particolare, si è dotata di un ampio apparato previsivo: i 27 paesi, assieme alla Commissione europea, effettuano previsioni di lungo periodo (attualmente al 2070) riguardanti le poste di bilancio maggiormente connesse con l'evoluzione demografica¹⁷.

La Fig. 1 mette in luce la dimensione del cambiamento demografico in Europa: da 2,9 potenziali lavoratori per ciascun potenziale pensionato nel 2020 si potrebbe passare a 1,7 potenziali lavoratori per potenziale pensionato.

Come detto, la dinamica demografica viene utilizzata per formulare proiezioni di spesa pubblica di lungo periodo, che vengono poi utilizzate per produrre indicatori sintetici di sostenibilità dei bilanci pubblici dei 27 paesi. La Fig. 2 indica l'aggiustamento di bilancio che dovrebbe essere effettuato per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche in ciascun paese¹⁸.

¹⁴ Blanchard et al. (1990), Auerbach et al. (1991), Balassone e Franco (2000).

¹⁵ OECD (1985), Heller et al. (1986) per il FMI, Franco e Munzi (1996) e (1997) per la Commissione europea.

¹⁶ Franco et al. (2006); Balassone et al. (2009).

¹⁷ European Commission (2021) e (2022).

¹⁸ Slovenia, Slovacchia, Malta e Belgio e Repubblica Ceca sono i paesi che dovrebbero attuare gli aggiustamenti più rilevanti.

Fig. 1

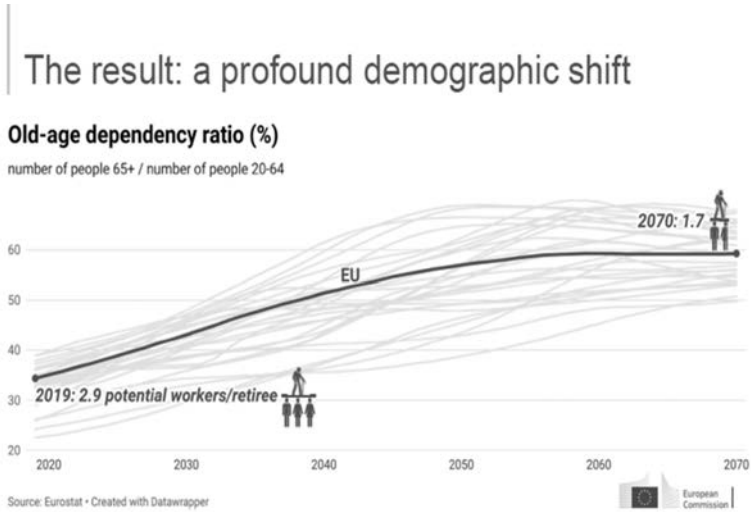
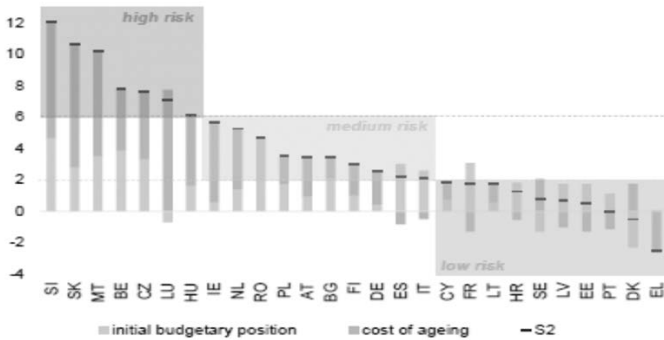


Fig. 2

Graph I.3.1: S2 – baseline, pps of GDP



Source: European Commission.

È evidente che sul lato della sostenibilità finanziaria i governi nazionali, la Commissione europea e le istituzioni finanziarie internazionali hanno effettuato investimenti rilevanti, dotandosi di indicatori e di procedure che offrono ai decisori politici – e all’opinione pubblica – un quadro ragionevolmente chiaro sulle prospettive di lungo periodo dei conti pubblici. I rapporti previsivi hanno in genere cadenze regolari e includono esercizi di sensitività che mettono in luce gli effetti di scenari alternativi. Gli stessi strumenti possono essere utilizzati per valutare gli effetti di nuove misure di politica economica.

La disponibilità di indicatori non garantisce che le scelte di politica economica siano sempre tali da assicurare la sostenibilità finanziaria, ma può rendere politicamente più difficoltoso introdurre politiche evidentemente non sostenibili e può agevolare l’introduzione di misure correttive. Le riforme previdenziali introdotte in molti paesi, tra cui l’Italia, riflettono anche la disponibilità di questi indicatori.

6. *Sostenibilità finanziaria, regole di bilancio, autorità fiscali indipendenti*

In parallelo, si è cercato di assicurare la sostenibilità finanziaria anche attraverso il rafforzamento delle procedure e delle istituzioni di bilancio¹⁹.

In particolare, negli ultimi decenni molti paesi hanno introdotto o rafforzato le regole di bilancio e hanno potenziato il ruolo delle autorità fiscali indipendenti. Le regole e le autorità indipendenti sono diventate importanti componenti degli assetti nazionali di finanza pubblica. Le Fig. 3, tratta dai lavori effettuati dal FMI, documenta la crescente diffusione delle regole di bilancio dall’inizio degli anni ’90. La Fig. 4 mostra la graduale diffusione delle autorità fiscali indipendenti dall’inizio degli anni 2000.

¹⁹ Kopits e Symansky (1998), IMF (2019).

Fig. 3

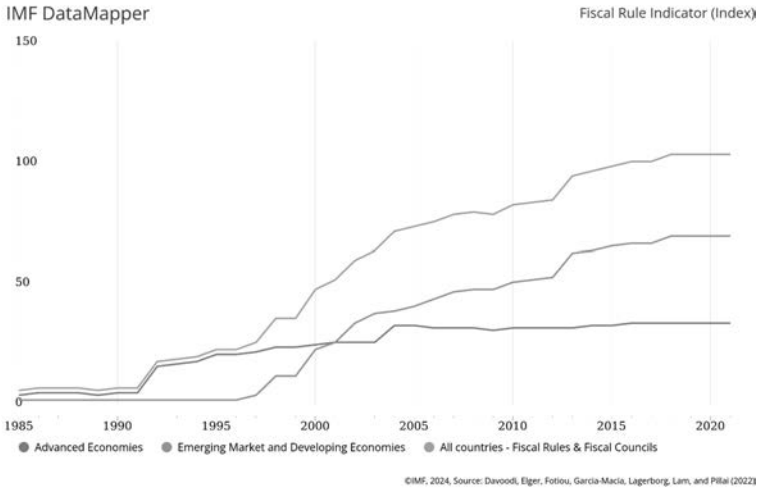
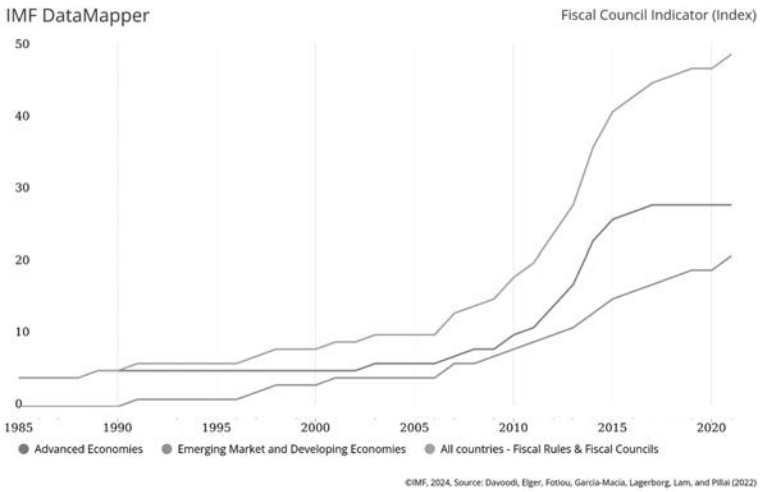


Fig. 4



Questi sviluppi riflettono un intenso dibattito, teorico e di politica economica, nel quale hanno avuto un ruolo importante sia gli accademici sia le istituzioni economiche nazionali e internazionali (Commissione europea, FMI, OCSE)²⁰. Si tratta di un dibattito che presenta elementi nuovi, ma che sotto vari profili riprende temi più volte affrontati dagli economisti nell'arco degli ultimi due secoli.

Le regole di bilancio sono meccanismi che prevedono vincoli durevoli alla discrezionalità delle decisioni di politica di bilancio attraverso limiti quantitativi al valore di una o più variabili di finanza pubblica. Esse hanno tre componenti principali): a) un obiettivo numerico o un limite che definisce, rispetto a un indicatore di finanza pubblica, il campo di variazione di una politica di bilancio adeguata; b) una penalizzazione per i decisori politici che non rispettino la regola; c) una procedura di monitoraggio e di applicazione della regola²¹.

Le regole mirano primariamente a rafforzare la solidità dei conti pubblici, evitando deficit elevati e livelli di debito insostenibili. Esse mirano inoltre a evitare politiche di bilancio procicliche e soggette ad elevata instabilità²². Esse aumentano il costo di deviare dagli obiettivi annunciati; riducono l'incertezza circa l'impegno a realizzare politiche sostenibili; ancorano le aspettative (limitano i problemi di *time-inconsistency*).

In sostanza, le regole sono introdotte per limitare la discrezionalità nella politica di bilancio. Esse riflettono il timore che politiche di bilancio prive di vincoli possano portare a risultati non sostenibili o non ottimali (per esempio a politiche procicliche o instabili nel tempo) in relazione a: scelte opportunistiche,

²⁰ Sulle regole di bilancio si vedano, per esempio: Kopits e Symansky (1998), Balassone e Franco (2001), Fatas (2005), European Commission (2006), Kumar e Ter-Minassian (2007), IMF (2009), Franco e Zotteri (2011), Wyplosz (2012), Franco (2018). Sulle autorità fiscali indipendenti si vedano: Von Hagen e Harden (1995), Eichengreen et al. (1999), Hemming e Kell (2001), Wyplosz (2002), Calmfors (2003), Debrun et al. (2007), von Hagen (2010), Kopits (2011), Beetsma et al. (2017).

²¹ Kopits e Symansky (1998).

²² Banca d'Italia (2001), Debrun e Kumar (2007), Kumar e Ter-Minassian (2007).

per esempio in un contesto pre-elettorale; miopia nel valutare gli effetti del ricorso al debito; fallimenti nel coordinamento tra soggetti diversi, ognuno dei quali è portato a trascurare le implicazioni delle sue azioni sul complesso della finanza pubblica (*common pool problem*)²³.

Le istituzioni indipendenti possono aiutare nelle previsioni e nella valutazione del rispetto delle regole. Non hanno in genere responsabilità dirette nell'attuazione delle politiche, ma possono favorire l'attuazione di politiche più lungimiranti e attente alla sostenibilità finanziaria²⁴.

Sia la letteratura economica sia l'evidenza empirica mostrano che le regole di bilancio non possono essere considerate una bacchetta magica che assicura la sostenibilità dei conti pubblici. In ultima analisi, i decisori politici possono sempre modificarle o anche abolirle e, ovviamente, non rispettarle²⁵. Tuttavia, le regole – soprattutto se coadiuvate da autorità fiscali indipendenti – rappresentano uno strumento di cui i decisori politici possono dotarsi per essere aiutati a prendere decisioni più lungimiranti. Una volta introdotte rendono più evidenti le scelte non sostenibili e possono accrescere il loro costo politico. È al riguardo cruciale il comportamento dell'opinione pubblica e dei mercati²⁶.

²³ Sotto vari aspetti sono argomentazioni che riguardano i fenomeni di illusione finanziaria esaminati da Puviani (1903).

²⁴ Auerbach (2017).

²⁵ Schick (2003) rileva che, da un lato: “*Fiscal rules are political instruments: they are made by politicians and are enforced or breached by them. Rules are not necessarily self-enforcing, and courts rarely intervene to stop violations. The effectiveness of budget constraints depends on the willingness of political leaders to abide to them ... Rules strengthen politicians who want to be fiscally prudent, but they do not stand in the way of those who are determined to spend more than the rules allow. Political will spells the difference between the rules that are effective and those that are not.*” Dall'altro lato, “*budget institutions make a difference in budget outcomes. Ignoring the importance of institutions is as mistaken as disregarding political will. ... Any rule that bars certain action, requires that actions be reviewed by independent entities, or raises the political costs of acting, relative to the benefits, impacts on political will.*”

²⁶ Drazen (2004) nota che: “*fiscal rules cannot force legislators to be fiscally responsible. But, they may significantly increase the public's awareness of deviations from fiscal responsibility and the negative publicity that such deviations incur. ... adoption of a rule can make the commitment to fiscal discipline more*

7. *La sostenibilità ambientale: dalla mancanza di risorse al riscaldamento globale*

La sfida più recente riguarda la sostenibilità ambientale. La definizione di quest'ultima è, di nuovo, abbastanza semplice ed è simile a quella della sostenibilità finanziaria. È sostenibile un processo di “sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni.”²⁷

La consapevolezza circa l'esistenza di rischi di natura ambientale per il benessere e, in situazioni limite, per la stessa sopravvivenza dell'umanità è andata sviluppandosi dagli anni Settanta. Inizialmente l'attenzione si era concentrata sulla disponibilità di risorse, che sembrava assottigliarsi a fronte di una popolazione in continua crescita e dei processi di industrializzazione. Il tema è stato affrontato nel 1972 dal Rapporto sui limiti dello sviluppo commissionato al MIT dal Club di Roma²⁸. Estrapolando l'aumento della domanda di risorse naturali (per esempio di gas e petrolio) e l'aumento dell'inquinamento, si prevedevano l'esaurimento di talune risorse e un impatto crescente del degrado dell'ambiente. Carenza di risorse ed inquinamento avrebbero arrestato la crescita e poi condotto a una riduzione del prodotto e dei consumi. Queste analisi si sono rivelate pessimistiche: non hanno adeguatamente tenuto conto dello sviluppo tecnologico, della maggiore efficienza energetica e del reperimento di risorse naturali aggiuntive²⁹. In parallelo, l'evoluzione tecnologica e le politiche ambientali hanno contenuto alcune forme di inquinamento.

Nell'aggiornamento del Rapporto, pubblicato nel 2004, le preoccupazioni si sono concentrate sull'impatto delle attività umane sull'ambiente, nelle sue diverse dimensioni, anziché sul-

credible not because it imposes constraints on a policymaker with a known incentive to fiscal profligacy, but because it signals his commitment.”

²⁷ World Commission on Environment and Development (1987).

²⁸ Meadows et al. (1972). Per un approccio critico, si veda Solow (1973).

²⁹ Per esempio, pure a fronte di consumi energetici in rapido aumento, gli anni di disponibilità residua di gas e di petrolio sono, per esempio, rimasti invariati.

la mera disponibilità di risorse³⁰. Si prevedeva che un volume crescente di attività economiche si sarebbe scontrato con la capacità dell'ambiente di assorbirne l'impatto.

Anche se il tempo ha messo in luce i vari limiti del lavoro originario del Club di Roma, due messaggi restano fondamentali: l'importanza di avere una visione d'assieme delle tendenze demografiche, economiche e ambientali; l'importanza di avere un approccio di lungo periodo e di scala globale.

Negli ultimi decenni l'attenzione della comunità scientifica si è concentrata sul riscaldamento globale e sui suoi effetti sul clima³¹. Il riscaldamento globale, ovvero l'aumento della temperatura media della superficie terrestre rispetto al periodo pre-industriale, produce effetti crescenti sul clima del pianeta. Questi effetti includono l'innalzamento del livello del mare, lo scioglimento dei ghiacci polari, eventi meteorologici estremi, come inondazioni e siccità, cambiamenti nei modelli di precipitazione, mutazioni delle specie animali e vegetali. Le conseguenze per il pianeta sono potenzialmente catastrofiche.

La Fig. 5 mostra come da circa sessant'anni la temperatura globale tenda ad aumentare e abbia ormai superato di oltre 1° il livello precedente.

Sta aumentando anche la temperatura degli oceani. La Fig. 6 mostra, per esempio, come la temperatura superficiale dell'Atlantico settentrionale sia stata nel 2023 e nella prima parte del 2024 nettamente superiore a quella dei quattro decenni precedenti. Questo fenomeno è importante per le implicazioni sull'estensione della calotta glaciale artica³².

Il riscaldamento globale è in larga parte riconducibile all'aumento della presenza di alcuni gas nell'atmosfera. Questi gas trattengono il calore del sole impedendogli di ritornare nello spazio, producendo l'effetto di una serra. Circa tre quarti delle emissioni sono costituiti da anidride carbonica (CO₂).

³⁰ Meadows et al. (2004).

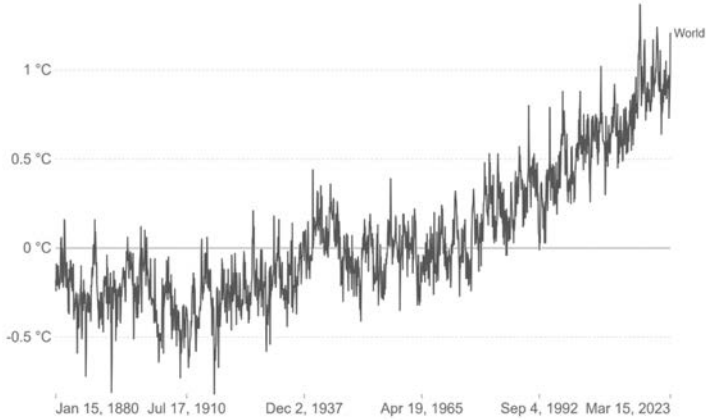
³¹ Weart (2008).

³² La quantità di ghiaccio presente nella sola Groenlandia è tale che equivale a 7 m di livello globale dei mari. <http://polarportal.dk/en/groenlands-indlandsis/nbsp/viden-om-groenlands-indlandsis/>

Fig. 5

Global warming: monthly temperature anomaly

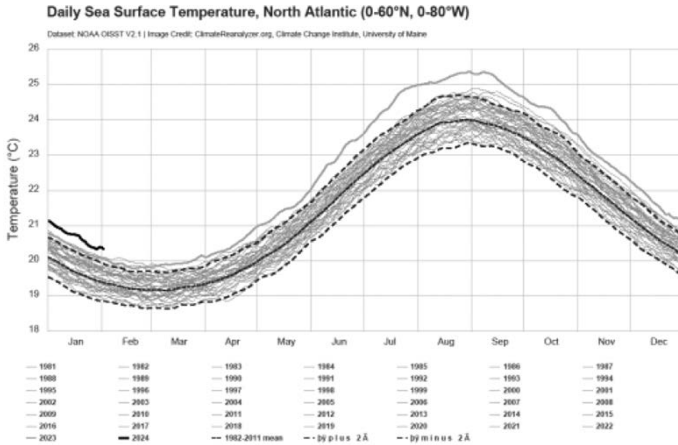
The combined land-surface air and sea-surface water temperature anomaly is given as the deviation from the 1951–1980 mean.



Source: National Aeronautics and Space Administration (NASA), Goddard Institute for Space Studies (GISS)

CC BY

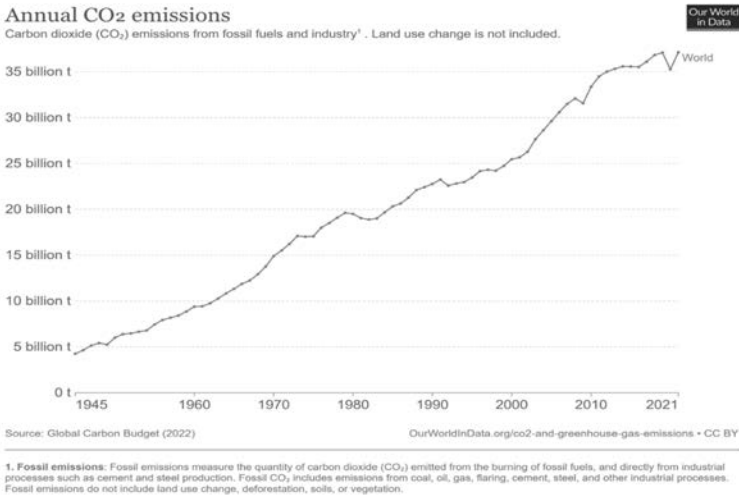
Fig. 6



Il fattore di gran lunga più importante è l'attività di combustione di carbone, petrolio e gas, che produce anidride carbonica.

La Fig. 7 riporta l'andamento delle emissioni di CO₂ dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. Da meno di 5 miliardi di tonnellate annue si è passati a quasi 20 nel 1980 e a oltre 35 del 2010. La crescita è sostanzialmente lineare, con oscillazioni dovute al ciclo economico. È evidente l'effetto della recessione indotta dalla pandemia nel 2020. Il riscaldamento globale nasce dal fatto che le emissioni via via si cumulano, perché il flusso di dispersione in uscita è molto modesto.

Fig. 7



8. *La sostenibilità ambientale: le tendenze in atto, le correzioni da attuare*

Nel 1988 è stato creato dall'ONU e dall'Organizzazione meteorologica mondiale l'*Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC), che è il soggetto che mira ad aggregare il con-

senso scientifico su base mondiale³³. L'IPCC fotografa periodicamente lo stato della conoscenza scientifica sul cambiamento climatico. I suoi rapporti sono il principale punto di riferimento per la quantificazione delle tendenze appena descritte.

Nel definire gli scenari futuri l'IPCC fa riferimento agli obiettivi concordati a livello mondiale, in particolare con gli accordi di Parigi del 2015, che pongono l'obiettivo di contenere l'aumento globale della temperatura nel 2050 entro 1,5°C, indicando una seconda soglia da non superare di 2°C. Sopra quest'ultima le conseguenze del cambiamento climatico sarebbero molto critiche.

Nel sesto Rapporto dell'IPCC emerge chiaramente che i margini di incertezza circa la gravità della situazione sono sempre più esigui; il quadro prospettico sembra essersi aggravato rispetto a quello delineato nel Rapporto precedente³⁴. Se le emissioni di CO₂ restassero costanti sul livello attuale, quindi circa 35 milioni di tonnellate, la temperatura potrebbe superare il livello pre-industriale di 1,5°C prima del 2040; a fine secolo l'aumento si collocherebbe tra 2 e 4,5°C.

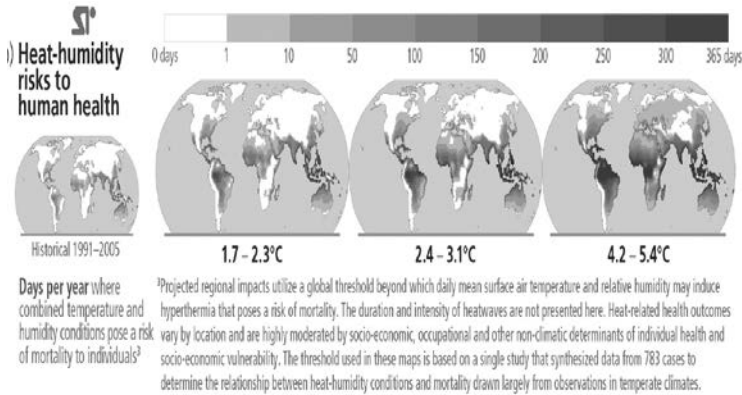
All'aumento della temperatura si assocerebbe un aumento dell'umidità che renderebbe alcune aree del pianeta sempre più difficilmente abitabili. La Fig. 8 mostra le implicazioni di tre scenari diversi.

Gli scienziati sono sostanzialmente concordi sui rischi che si prospettano all'umanità. Le conseguenze economiche potrebbero essere drammatiche. Secondo il FMI (2019), "*Global warming is threatening our planet and living standards around the world, and the window of opportunity for containing climate change to manageable levels is closing rapidly.*" Secondo Nordhaus (2019), "*Technological change raised humans out of Stone Age living standard. Climate change threatens, in the most extreme scenarios, to return us economically whence we came.*"

³³ L'IPCC, che comprende una rete di oltre 1.300 scienziati ed esperti di tutto il mondo, raccoglie, esamina e valuta le più recenti evidenze scientifiche sul cambiamento climatico. I suoi rapporti di valutazione, diffusi ogni 5-6 anni a partire dal 1990, mirano a fornire ai governi le basi delle politiche climatiche dei diversi paesi e dei negoziati internazionali sul cambiamento climatico.

³⁴ IPCC (2023).

Fig. 8



Per arrestare o almeno rallentare questo processo servono interventi drastici di riduzione delle emissioni di gas serra. La Fig. 9, tratta ancora da IPCC (2023), mostra come le emissioni dovrebbero scendere di qui al 2050 per limitare la temperatura entro la fascia compresa tra 1,5° e 2°: i dovrebbe passare dai 50 miliardi di tonnellate di emissioni complessive attuali a circa 10-25 milioni di tonnellate nel 2050.

Si richiede pertanto un cambiamento rapido e radicale del nostro modo di consumare, produrre, viaggiare, vivere. Occorre accrescere la produzione di energia rinnovabile per ridurre l'intensità carbonica; occorre in parallelo accrescere l'efficienza nel consumo di energia per ridurre l'intensità energetica³⁵.

Come realizzare questo cambiamento? Esiste un ampio consenso sulla necessità di utilizzare diversi strumenti: dalla ricerca e sviluppo alla tariffazione del carbonio, dalla regolamentazione delle emissioni (es. vincoli su caratteristiche dei prodotti, come le autovetture) alla regolazione finanziaria. Saranno inoltre necessari rilevanti investimenti pubblici³⁶.

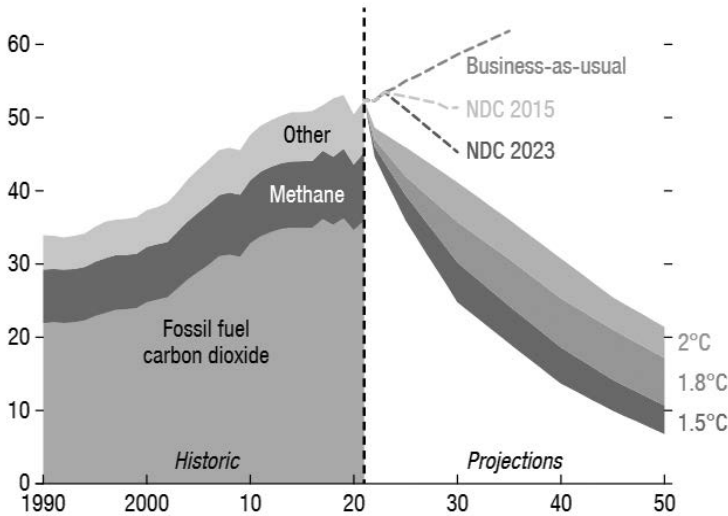
³⁵ Ossia la quantità di carbonio emessa per ogni unità di elettricità consumata e la quantità di energia per unità di prodotto interno lordo.

³⁶ Blanchard et al. (2021).

Fig. 9

Figure 1.1. Annual Global Greenhouse Gas Emissions, 1990–2050

(Billions of tons of carbon dioxide emissions equivalence)



Sources: Intergovernmental Panel on Climate Change; Black, Parry, and Zhunussova 2023; and IMF staff estimates.

Note: The figure shows estimates from projection using the IMF–World Bank Climate Policy Assessment Tool. °C = degrees Celsius; NDC = nationally determined contribution.

La tariffazione del carbonio (la tassazione delle emissioni) incentiva l'efficienza energetica e gli investimenti in tecnologie pulite e produce entrate che possono essere utilizzate nella transizione. Secondo IMF (2019), entro il 2030 sarebbe necessario un prezzo del carbonio di 75 dollari per tonnellata, che dovrebbe poi crescere fortemente.

Sull'obiettivo finale, azzerare le emissioni nette di gas in tempi relativamente brevi (alcuni decenni), vi è ormai il consenso quasi totale degli scienziati. Il percorso di azzeramento può però essere tracciato in modi molto diversi. I temi aperti sono tanti.

L'aspetto cruciale è la ripartizione delle emissioni tra paesi e settori economici nella fase di transizione. Come differenziare i tempi dei percorsi di azzeramento?

Quale deve essere il ruolo delle diverse fonti di energia nella transizione? In particolare, quale ruolo deve avere il gas naturale? Quanto a lungo sono ammissibili i motori che utilizzano idrocarburi?

L'azzeramento delle emissioni nette non implica che le emissioni lorde siano nulle. Quante emissioni possono essere compensate con le foreste e la *carbon capture*? Come si possono utilizzare i relativi margini?

Quale può essere il ruolo dell'energia nucleare. È possibile azzerare le emissioni nette senza quest'ultima? Quali forme di energia nucleare sarebbe opportuno utilizzare?

Sono evidenti le enormi difficoltà tecniche, finanziarie e politiche di questo percorso.

Sotto il profilo tecnico serve uno sforzo senza precedenti di diffusione tecnologica e sostituzione delle infrastrutture. In questo momento in alcuni comparti non esistono tecnologie che consentano di non emettere gas serra. La storia insegna che i tempi delle transizioni tra le diverse fonti di energia (per esempio dal carbone al petrolio e al gas) sono in genere lunghi. I sistemi produttivi sono complessi, utilizzano un gran numero di tecnologie, con enormi investimenti, moltissimi impianti. I sistemi abitativi sono pure complessi: con milioni di unità residenziali, con un elevato numero di elettrodomestici e impianti di riscaldamento. I sistemi di trasporto comprendono un gran numero di veicoli di tipo diverso, con enormi investimenti infrastrutturali. Si richiede un'accelerazione molto forte rispetto agli standard del passato.

Sotto il profilo finanziario la transizione avrà costi molto rilevanti. Si dovranno sostituire impianti e veicoli, si dovrà rinnovare il patrimonio abitativo e infrastrutturale. Secondo IMF (2023), l'effetto sulle finanze pubbliche sarà negativo. L'onere per gli investimenti diretti e per il sostegno a famiglie e imprese sarà superiore al probabile gettito sulle emissioni. Senza quest'ultimo l'impatto negativo sui conti pubblici sarebbe molto più rilevante.

9. *La sostenibilità ambientale: i problemi decisionali*

Vi sono poi le difficoltà connesse con i meccanismi decisionali. I problemi principali sono due: la tendenziale miopia dei meccanismi decisionali pubblici di cui si è già detto, la natura di bene pubblico globale che connota la temperatura globale³⁷.

9.1 Come rilevato nel paragrafo 6, nella politica di bilancio l'obiettivo di perseguire politiche volte al medio-lungo termine è stato affrontato: a) accrescendo l'informazione fornita all'opinione pubblica e ai decisori politici (per esempio attraverso proiezioni di lungo periodo del bilancio pubblico); b) delegando alcuni ruoli a organi tecnici; c) introducendo procedure e regole di bilancio, che rendano più difficile trascurare gli obiettivi di medio-lungo termine.

Questo approccio può essere seguito anche per gli interventi per il clima:

a) vi sono ampi margini per migliorare e rendere più sistematica, a livello nazionale e internazionale, l'informazione circa le tendenze climatiche. Per esempio, i rapporti dell'IPCC sono pubblici, ma sono poco noti fuori dalla cerchia degli esperti;

b) vi sono anche margini per rafforzare le strutture nazionali e internazionali preposte al clima. A livello internazionale la *World Meteorological Organization* (WMO) e lo stesso IPCC non hanno un ruolo comparabile, per esempio, a quelli del FMI e della Banca Mondiale;

c) alcune forme di regolazione, da quelle per specifiche emissioni (per esempio quelle delle auto) al sistema europeo ETS, hanno mostrato la loro efficacia. Si applicano tuttavia ad alcuni settori specifici o ad alcune aree specifiche del globo. Vi sono ampi margini per estenderle. Manca inoltre un'autorità che le gestisca a livello globale.

Attribuire un peso significativo al futuro è fondamentale: il Rapporto Stern rilevava che il tasso a cui scontare gli eventi futuri dovrebbe essere bassissimo, per esempio lo 0,1%, perché tassi più alti potrebbero condurre alla scomparsa della razza umana.

³⁷ Questi temi sono affrontati più estesamente in Carpinelli e Franco (2023).

All'utilizzo di un tasso di sconto relativamente basso si può anche giungere attraverso il riconoscimento dei diritti costituzionali dei giovani³⁸. È interessante al riguardo la sentenza della Corte Costituzionale tedesca del 24 marzo 2021 sulla causa contro il *Federal Climate Change Act* (del dicembre 2019) promossa da nove giovani. La norma prevedeva, in coerenza con gli impegni internazionali, una riduzione delle emissioni pari ad almeno il 55% entro il 2030 e la neutralità climatica entro il 2050.

La Corte ha rilevato che *“the challenged provisions do violate the freedoms of the complainants, some of whom are still very young. ... The fact that greenhouse gas emissions must be reduced follows from the Basic Law ... The constitutional climate goal arising from Article 20a GG is more closely defined in accordance with the Paris target as being to limit the increase in the global average temperature to well below 2°C and preferably to 1.5°C above pre-industrial levels. For this target to be reached, the reductions still necessary after 2030 will have to be achieved with ever greater speed and urgency. These future obligations to reduce emissions have an impact on practically every type of freedom because virtually all aspects of human life still involve the emission of greenhouse gases and are thus potentially threatened by drastic restrictions after 2030.”*³⁹

Il Governo tedesco ha risposto alla sentenza accelerando il processo di riduzione delle emissioni, che prevede ora un taglio del 64% nel 2030 e la neutralità climatica entro il 2045⁴⁰.

9.2 Come è noto, i beni pubblici sono caratterizzati da: a) assenza di rivalità nel consumo (il consumo di un servizio da parte di un individuo non impedisce a un altro individuo di consumarlo allo stesso tempo); b) non escludibilità nel consumo (una volta che il bene pubblico è prodotto, non si può impedire ad altri soggetti di fruirne)⁴¹. Ciò fa sì che si osserva un fallimento del mercato: il meccanismo dei prezzi non riesce a determinare

³⁸ Guruparan e Moynihan (2021).

³⁹ German Constitutional Court (2021).

⁴⁰ <https://www.escri-net.org/caselaw/2023/neubauer-et-al-v-germany>

⁴¹ Samuelson (1954).

i corretti incentivi per produrre un bene pubblico. Deve pertanto intervenire un soggetto che persegue la massimizzazione del benessere della società: in genere lo Stato (con la regolazione o con forme di produzione diretta del bene pubblico).

Nel caso del clima, la questione si complica. La temperatura è un bene pubblico globale: è determinata congiuntamente da tutti i paesi, da tutte le imprese e da tutti gli individui viventi⁴². Sono le emissioni globali infatti a influire sulla temperatura globale.

Nel caso di un bene pubblico globale occorre pertanto coinvolgere tutti i paesi. Occorre conciliare la sovranità nazionale (il principio di Vestfalia) con il benessere globale. Questo solleva complessi problemi politici e tecnici. Tra i primi: come differenziare i tempi dei percorsi di azzeramento tra i paesi in condizioni economiche diverse? In particolare, quale peso attribuire al flussi correnti di emissioni e quale agli stock passati delle stesse⁴³? Tra i secondi: è opportuno agire regolando direttamente le quantità o intervenendo sul prezzo delle emissioni? Come tenere conto delle emissioni inglobate nei prodotti importati?

Una prima soluzione è rappresentata dagli accordi internazionali volontari. Un caso di successo è qui costituito dal controllo delle emissioni di ozono: in un periodo relativamente breve dall'emersione del problema a livello scientifico, si è giunti all'accordo di Montreal del 1987. L'accordo, sottoscritto da 197 paesi, ha previsto restrizioni all'uso dei clofluorocarburi (CFC), a seguito delle quali dal 2000 il cd 'buco dell'ozono' si sta riducendo⁴⁴.

La questione dell'ozono, ancorché importante, era tuttavia molto specifica; richiedeva interventi di portata relativamente limitata. Il riscaldamento globale impone invece cambiamenti radicali dei nostri modi di produrre, consumare e viaggiare. Vi so-

⁴² Chin (2021).

⁴³ I paesi avanzati stanno riducendo le proprie emissioni, quelli emergenti le stanno in genere ancora aumentando, ma hanno emesso meno dei primi in passato.

⁴⁴ World Meteorological Organization (2022).
<https://ozonewatch.gsfc.nasa.gov>

no stati finora progressi significativi: dal 1988 l'IPCC aggrega il consenso scientifico a livello mondiale; le COP annuali danno continuità alla discussione globale, sia pure con impatti diversi e con rallentamenti e accelerazioni; sono stati definiti obiettivi globali, in particolare con l'accordo di Parigi del 2015; molti paesi stanno riducendo l'intensità carbonica del PIL⁴⁵; molti paesi hanno fissato una scadenza temporale per l'obiettivo di azzeramento delle emissioni nette (la EU e gli USA nel 2050; la Cina nel 2060; l'India nel 2070).

I rapporti degli organi tecnici delle Nazioni Unite sottolineano tuttavia con forza che i risultati raggiunti e anche quelli attesi sulla base delle misure prese sono ancora largamente insufficienti⁴⁶. Negli ultimi anni le emissioni di gas serra non sono diminuite. Serve pertanto un'accelerazione del processo di abbattimento delle emissioni. Sono evidenti i limiti di un approccio volontaristico in cui non c'è un soggetto che controlli, premi o punisca i vari paesi.

Un'altra soluzione è rappresentata dai cosiddetti *Climate clubs*: un gruppo di paesi definisce un percorso ambizioso di abbattimento delle emissioni e impone sanzioni commerciali ai paesi che non si adeguano⁴⁷. Questi accordi possono essere attuati operando sul prezzo minimo delle emissioni carboniche⁴⁸. Questo approccio è sostenuto dai paesi del G7 (dic. 2022): *'open, cooperative and inclusive Climate Club's objective is to support the effective implementation of the Paris Agreement'*⁴⁹. È anche l'approccio di fatto seguito dall'UE, che affianca a obiettivi relativamente ambiziosi di riduzione delle emissioni il *Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)*, che prevede tariffe doganali sulle emissioni incorporate nei prodotti importati. L'avvio del CBAM costituisce la prima sperimentazione su larga scala di un *climate club*. Ne andrà valutata attentamente l'efficacia.

⁴⁵ Per esempio, tra il 1990 e il 2021 la UE ha ridotto le emissioni del 28% pur accrescendo il PIL del 65%.

⁴⁶ IPCC (2022), UNEP (2023).

⁴⁷ Nordhaus (2015).

⁴⁸ Gollier e Tirole (2015), Weizman (2017).

⁴⁹ G7 (2022).

10. Conclusioni

Il tema della sostenibilità è da tempo al centro dell'analisi economica. Negli ultimi decenni ha assunto un ruolo preminente in relazione a due sviluppi: il cambiamento della struttura demografica e il riscaldamento globale. Molto è stato fatto per affrontare le nuove criticità, ma molto resta ancora da fare.

In tutte le dimensioni – dal debito pubblico, ai sistemi previdenziali, all'ambiente – la prevenzione e azioni correttive tempestive sono più efficaci e meno costose di misure di emergenza adottate quando la situazione è ormai degradata. Serve molta lungimiranza. I processi decisionali pubblici, spesso basati su tassi di sconto intertemporali relativamente elevati, tendono invece frequentemente a condurre a interventi tardivi.

È pertanto importante rafforzare il peso del futuro nei processi decisionali. Si può agire attraverso la legislazione, le procedure, gli organismi tecnici. È inoltre fondamentale creare un consenso sui cambiamenti da introdurre: occorre investire sull'informazione, sull'educazione alla sostenibilità. Una maggiore domanda di sostenibilità può portare a scegliere un tasso di sconto non troppo alto nei processi decisionali. Nel caso del clima, il consenso scientifico è ormai sostanzialmente univoco: le emissioni nette devono essere ridotte quanto prima possibile. È fondamentale informare i decisori politici e il pubblico in modo sistematico e comprensibile. Non vi sono altri modi per affrontare il complesso trilemma rappresentato dagli obiettivi climatici, dalla sostenibilità finanziaria e dalla fattibilità politica (IMF, 2023).

Mentre la transizione demografica è prevalentemente una questione nazionale, che richiede azioni nazionali, il riscaldamento globale richiede soluzioni internazionali condivise. La cooperazione internazionale è un fattore chiave; il G20 può avere un ruolo guida. Gli accordi volontari sono complessi, ma non vanno sottovalutati. I club climatici possono rappresentare una soluzione di *second best*. Bisogna essere consapevoli che il cambiamento climatico influisce sulla distribuzione del reddito e può ampliare i divari tra paesi.

Sono infine necessarie analisi articolate delle opzioni disponibili per assicurare la sostenibilità finanziaria e quella ambien-

tale. I bilanci pubblici possono essere mantenuti in equilibrio in molti modi; è importante che si opti per soluzioni inclusive, che sostengano la crescita e il dinamismo dei sistemi economici. Nel caso dell'ambiente, i percorsi possibili per raggiungerlo l'obiettivo finale di azzeramento delle emissioni nette sono molteplici. È importante che si agisca limitando le tensioni a livello nazionale e internazionale, gestendo gli effetti redistributivi, utilizzando al meglio le nuove tecnologie e i meccanismi economici e regolatori.

Bibliografia

- Arcelli M. (a cura di) (1993), *Debito pubblico, credito e sviluppo*, Giuffrè Editore.
- Arrow K. e Kurz M. (1970), *Public Investment, the Rate of Return and Optimal Fiscal Policy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Auerbach A. J. (2017), *Fiscal Policy*, presented at the Conference on Rethinking Macroeconomic Policy IV, Peterson Institute of International Economics, ottobre 12-13.
- Auerbach, A.J., Gokhale, J. e L.J. Kotlikoff (1991), "Generational Accounts: A Meaningful Alternative to Deficit Accounting", in Bradford, D. (ed.), *Tax Policy and the Economy*, Vol. 5, Cambridge Mass., pp. 55-110.
- Balassone F., Cunha J., Langenus G., Manzke B., Pavot J., Doris Prammer D. e Tommasino P. (2009), *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, ECB, Working Paper Series, n. 994.
- Balassone F. e Franco D. (2000), *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*, in Banca d'Italia (2000).
- Balassone F. e Franco D. (2001), *EMU Fiscal Rules: New Answers to Old Questions?*, in Banca d'Italia, (2001).
- Balassone F., Franco D. e Zotteri S. (2004), *Public Debt: A Survey of Policy Issues*, in Banca d'Italia (2004).
- Banca d'Italia (2000), *Fiscal Sustainability*, Roma.
- Banca d'Italia (2001), *Fiscal Rules*, Roma.

- Banca d'Italia (2004), *Public Debt*, Roma.
- Banca d'Italia (2006), *Fiscal Indicators*, Roma.
- Baum A., Checherita-Westphal C. e Rother P. (2012), *Debt and Growth New Evidence for the Euro Area*, ECB Working Paper.
- Beetsma R., Debrun X. e Sloof R. (2017), *The Political Economy of Fiscal Transparency and Independent Fiscal Councils*, IMF Working Paper, n. 195.
- Blanchard, O., Chouraqui, J.C., Hagemann, R.P. e N. Sartor (1990), "The sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old question", *OECD Economic Studies* 15, pp. 7-36.
- Blanchard O., Gollier C. e Tirole J. (2021), *The Portfolio of Economic Policies Needed to Fight Climate Change*, Working Paper, n. 18; Peterson Institute for International Economics.
- Buchanan J.M. e Wagner R. E. (1977), *Democracy in deficit : The Political Legacy of Lord Keynes*, Academic Press, Inc.
- Calmfors L. (2003), *Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?*, *CESifo Economic Studies*, 49(3), pp. 319-353.
- Carpinelli L. e Franco D. (2023), *Strengthening Decision-making Processes to Address the Climate Challenge*, *EconPol Forum* 24, n. 6, pp. 23-27.
- Cecchetti S.G., Mohanty M.S. e Zampolli F. (2011), *The real effects of debt*, BIS Working Paper.
- Chalk N. e Hemming R. (2000), *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*, IMF Working Paper.
- Chin M. (2021), *What Are Global Public Goods?*, *Finance & Development*, IMF.
- Debrun X., Hauner D. e Kumar M.S. (2007). *The Role for Fiscal Agencies*, in Kumar M. S. e Ter-Minassian T. (a cura di), *Promoting Fiscal Discipline*, IMF.
- Di Bartolomeo G., Di Pietro M., Saltari E. e Semmler W. (2018), "Public Debt Stabilization: The Relevance of Policymakers' Time Horizons", *Public Choice* 177, pp. 287-299.
- Domar, E.D. (1944), "The Burden of the Debt and the National Income", *American Economic Review*, Dec, pp. 798-827.
- Dreze J. e Nicholas Stern N. (1987), *The Theory of Cost-Bene-*

- fit Analysis, in Auerbach A.J. e Feldstein M. (a cura di), *Handbook of Public Economics*, vol. II, Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland).
- Drazen A. (2004), *Fiscal Rules from a Political Economy Perspective*, in G. Kopits (a cura di), *Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets: Background, Analysis, and Prospects*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Eichengreen B., R. Hausmann, e J. von Hagen (1999), *Reforming Budgetary Institutions in Latin America: The Case for a National Fiscal Council*, *Open Economies Review*, Vol. 10.
- Einaudi L. (1948), *Principi di Scienza della Finanza*, Boringhieri, Torino.
- European Commission (2006), *Public Finances in EMU – 2006*, *European Economy*, n. 3.
- European Commission (2021), *Ageing Report*, Brussels.
- European Commission (2022), *Fiscal Sustainability Report*, Brussels.
- Fatás A. (2005), *Is there a Case for Sophisticated Balanced-Budget Rules?*, *OECD Economics Department Working Papers*, n. 466.
- Franco D. (2018), *Le regole di bilancio: cosa abbiamo imparato? Quale futuro?*, in *Corte dei Conti, Atti della 63° edizione del Convegno di Studi Amministrativi*, Varenna, 21-23 settembre 2017, Milano: Giuffrè.
- Franco D., Marino M. R. e Zotteri S. (2006), *“Pension Expenditure Projections, Pension Liabilities and European Union Fiscal Rules*, in *Banca d’Italia (2006)*.
- Franco D. e Munzi T. (1996), *“Public Pension Expenditure Prospects in the European Union: A Survey of National Projections”*, in *“Ageing and Pension Expenditure Prospects in the Western World”*, *European Economy. Reports and Studies*, n. 3: 1-126.
- Franco D. e Munzi T. (1997), *Ageing and Fiscal Policies in the European Union*, in *“The Welfare State in Europe”*, *European Economy. Reports and Studies*, no. 4: 239-388. E in Buti M., Franco D. e Pench L.R. (a cura di), (1999), *The Welfare State in Europe: Challenges and Reforms*, Cheltenham: Edward Elgar.

- Franco D. e Zotteri S. (2011). “National Fiscal Rules within the EU Framework”, in Beblavý M., Cobham D. e Ódor L. (a cura di), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Furceri D. e Zdzienicka A. (2011), *How Costly Are Debt Crises? How Costly Are Debt Crises?*, IMF Working Paper, N. 2011/280
- G7 (2022), “Terms of Reference for the Climate Club”, <https://www.g7germany.de/resource/blob/974430/2153140/353c0548bb27a75534468d624f738848/2022-12-12-g7-erklaerung-data.pdf?download=1>
- German Constitutional Court (2021), “Neubauer et al. vs Germany” <https://climatecasechart.com/non-us-case/neubauer-et-al-v-germany/>
- Gollier C. e Tirole J. (2015), *Negotiating effective institutions against climate change*, *Economics of Energy and Environmental Policy* 4(2).
- Guruparan K. e Moynihan H. (2021), *Climate change and human rights-based strategic litigation*, Briefing paper, International Law Programme Environment and Society Programme, Chatham House
- Heller, P.S., Hemming R. and Kohnert P. (1986), “Ageing and Social Expenditures in the Major Industrialized Countries, 1980-2025”, IMF Occasional Paper, No 47.
- Hemming R. e Kell M. (2001), *Promoting Fiscal Responsibility: Transparency, Rules and Independent Fiscal Authorities* in Banca d’Italia (2001).
- Kopits G. (2011), *Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices*, OECD Journal of Budgeting, volume 2011/3.
- Kopits G. e Symansky S. (1998), *Fiscal Policy Rules*, IMF Occasional Paper, n. 162.
- Kumar M.S., e T. Ter-Minassian (a cura di) (2007). *Promoting Fiscal Discipline*, Washington DC: IMF.
- IMF (2007), *Manual on Fiscal Transparency*, Washington.
- IMF (2009), *Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*, Fiscal Affairs Department, IMF.

- IMF (2019), Fiscal Monitor, October.
- IMF (2023), Fiscal Monitor, October.
- IPCC (2023), Summary for Policymakers. In: Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, H. Lee and J. Romero (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, pp. 1-34.
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J. e Behrens III, W. W. (1972), *The Limits to Growth; A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. New York: Universe Books.
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J. (2004), *The Limits to Growth: The 30-Year Update*, White River Junction VT: Chelsea Green Publishing Co. ISBN 1931498512.
- Musgrave R.A. e Musgrave P.B., 1976, *Public Finance in Theory and Practice*, New York, Mc Graw-Hill.
- Nitti F.S. (1903), *Scienza delle finanze*, L. Pierro.
- Nordhaus W. D. (1975), *The Political Business Cycle*, *The Review of Economic Studies*, Vol. 42, n. 2, pp. 169-190.
- Nordhaus W.D. (2007), *A Review of the Stern Review on the Economics of Climate Change*, *Journal of Economic Literature*, vol. 45, No. 3, pp. 686-702.
- Nordhaus W. D. (2015), *Climate Clubs: Overcoming free-riding in International Climate Policy*, *American Economic Review*, 105, n. 4, pp. 1339–1370.
- Nordhaus W. D. (2019), *Climate change: The ultimate Challenge for Economics*, *American Economic Review*, vol. 109, n. 6, pp. 1991–2014.
- OECD (1985), *Social Expenditure 1960-1990 – Problems of growth and control*, Paris.
- Pareto V. (1943), *Sugli Effetti dei Prestiti e delle Imposte e sulla Scienza delle Finanze*, *Rivista di Scienza delle Finanze e Diritto Finanziario*.
- Parfit D. (1984), *Reasons and Persons*, Oxford University Press.
- Pigou A.C. (1929), *A Study in Public Finance*, 2nd revised edition, London, Macmillan.
- Puviani A. (1903), *Teoria dell'illusione finanziaria*, ristampato nel 1973 da ISEDI, Milano, a cura di Volpi F.

- Ramsey F.P. (1928), A Mathematical Theory of Saving. *Economic Journal*, Vol. 38, No. 152, pp. 543-559.
- Samuelson P. A. (1954), The Pure Theory of Public Expenditure, *The Review of Economics and Statistics*, n. 4.
- Say J.B. (1853), *A Treatise on Political Economy*.
- Schick A. (2003), The Role of Fiscal Rules in Budgeting, *OECD Journal on Budgeting*, Volume 3, n. 3.
- Solow, M. R. (1973), Is the End of the World at Hand?, *Challenge*, March-April.
- Stern N. (2006), *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, Cambridge University Press.
- Steve S. (1972), *Lezioni di Scienza delle finanze*, Padova, Cedam.
- United Nations Environmental Programme - UNEP (2023), *Broken Record, Emissions Gap Report 2023*.
- von Hagen J. e Harden I.J. (1995), Budget processes and commitment to fiscal discipline, *European Economic Review*, Elsevier, vol. 39 (3-4), pp. 771-779.
- von Hagen J. (2010), *The Scope and Limits of Fiscal Councils*, Paper presented at the conference on Fiscal Councils organized by the Fiscal Council of Hungary, Budapest, marzo 18-19.
- Weart, S. R. (2008), *The Discovery of Global Warming - Revised and Expanded Edition*, Harvard University Press.
- Weizman M. (2017), Voting on prices vs. voting on quantities in a World Climate Assembly, *Research in Economics*, Elsevier, vol. 71(2), pages 199-211.
- World Commission on Environment and Development (1987), *Our Common Future*, United Nations.
- World Meteorological Organization, UN Environment Programme, National Oceanic and Atmospheric Administration, NASA, European Commission (2022), *Scientific Assessment of Ozone Depletion: 2022*.
- Wyplosz C. (2002), *Fiscal Policy: Institutions versus Rules*, CEPR Discussion Papers, n. 3238.
- Wyplosz C. (2012), *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*, NBER Working Paper Series, n. 17884.

Lo sviluppo sostenibile tra spinte di policy ed evoluzione dei mercati

di Francesco Timpano¹

Negli ultimi anni le politiche economiche per promuovere lo sviluppo sostenibile hanno assunto una importanza crescente e sono diventate particolarmente rilevanti nell'ambito dell'Unione Europea. In realtà, la spinta verso lo sviluppo sostenibile ha radici anche nelle azioni di diversi Paesi e, soprattutto, delle Nazioni Unite che lavorano da molto tempo, con efficacia da valutare, per spingere le nazioni e le aziende del pianeta a impegnarsi attivamente sul fronte dello sviluppo sostenibile nelle sue dimensioni ambientali, sociali, economiche e di governance. In questo contributo, ricostruiamo l'azione dell'Unione Europea all'interno di questo percorso globale, nella consapevolezza che i Paesi europei stanno cercando di assumere una leadership mondiale su questi temi, a causa (o nonostante) le tensioni che sono seguite alla vicenda pandemica e provocate dal nuovo quadro degli equilibri energetici mondiali, dei confronti geopolitici e dei risultati ancora troppo modesti in termini di impatto sugli indicatori principali della sostenibilità.

¹ Università Cattolica del Sacro Cuore, Dipartimento di scienze economiche e sociali (Dises) francesco.timpano@unicatt.it.

1. *Le spinte globali verso la sostenibilità: il ruolo delle Nazioni Unite e il ruolo degli altri stakeholder internazionali*

La Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici

Il riferimento globale più importante è quello della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti climatici² che ha dato vita alla Conferenza delle parti annuali (conosciuta con l'acronimo Cop)³. La Convenzione fu firmata nella Conferenza sull'Ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite che si è tenuta a Rio de Janeiro nel 1992. Già in quella convenzione, accanto ai documenti ambientali tra cui, oltre alla Convenzione quadro, ricordiamo la Convenzione sulla diversità biologica e i Principi delle Foreste, vi erano l'Agenda 21⁴ e la Dichiarazione di Rio su Ambiente e sviluppo⁵ che introducevano la dimensione sociale ed economica.

La Convenzione quadro ha assunto il rango di vero e proprio Trattato internazionale che incoraggiava i Paesi industrializzati a stabilizzare le emissioni di CO₂. Il Protocollo di Kyoto adottato nel 1997 ed entrato in vigore nel 2005, impegnava i Paesi industrializzati a ridurre le emissioni rispetto ai livelli del 1990 del 5%. Le successive Cop hanno approfondito questo impegno fino alla Cop del 2012 e, in particolare, la Cop del 2015 che ha definito l'Accordo di Parigi⁶ sul clima. L'accordo è un nuovo trattato internazionale, legalmente vincolante, adottato dalle 196 parti della conferenza il 12 dicembre 2015 ed entrato in vigore nel novembre del 2016. I due impegni principali di

² Si veda per la Convenzione quadro https://unfccc.int/files/essential_background/background_publications_htmlpdf/application/pdf/conveng.pdf.

³ Per una documentazione completa di questo processo si veda <https://unfccc.int>.

⁴ <https://sustainabledevelopment.un.org/outcomedocuments/agenda21>.

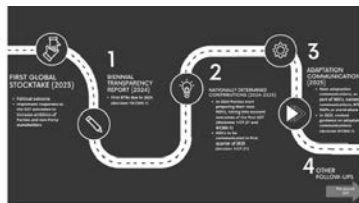
⁵ Per le dichiarazioni adottate dalla Conferenza si vedano: <https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992>.

⁶ Per l'Accordo di Parigi si veda: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>.

quell'accordo sono stati quello di «*to hold the increase in the global average temperature to well below 2°C above pre-industrial levels*» e di «*pursue efforts to limit the temperature increase to 1.5°C above pre-industrial levels*». Per realizzare questo ultimo obiettivo, occorre fermare la crescita delle emissioni entro il 2025 e occorre ridurle del 43% entro il 2030. I Paesi firmatari si impegnarono a contribuire con target nazionali e strategie di lungo termine. La finanza e la tecnologia avrebbero dovuto supportare questo processo per realizzare mitigazione e adattamento ai fenomeni climatici.

L'Enhanced Transparency Framework (Etf)⁷ fissato a Parigi determina, inoltre, il cosiddetto *Global stocktake*⁸ che è il processo attivato dall'Accordo sul clima per valutare i progressi per il raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo. Il primo esercizio si è concluso in coincidenza della Cop28 di Dubai. Nel documento di sintesi⁹ predisposto alla Cop28 sul *Global stocktake* si è individuato questo percorso per la determinazione degli impegni che i Paesi dovranno assumere nel prossimo futuro (v. figura 1).

Figura 1 - *Follow-up activities to the first global stocktake*¹⁰.



⁷ Per ETF-UN si veda:

https://unfccc.int/FAQ-moving-towards-the-ETF#_Transitioning-from-Reporting-of-Biennial-Reports-and-Biennial-Update-Reports-to-Biennial-Transparency-Reports.

⁸ Per il Global stocktake si veda:

<https://unfccc.int/topics/global-stocktake>.

⁹ Per il Rapporto di sintesi per il primo global stocktake si veda

<https://unfccc.int/documents/631600>.

¹⁰ Fonte: United Nations, Technical dialogue of the first global stocktake Synthesis report by the co-facilitators on the technical dialogue, FCCC/SB/2023/9, settembre 2023.

Il contributo delle Nazioni Unite alle politiche per contrastare il cambiamento climatico è stato quindi sempre molto significativo. Ricostruendo altre tappe precedenti all'accordo di Parigi, si ricorda come le Nazioni Unite abbiano lanciato nel 2000 l'*United Nations Global Compact*¹¹ con l'obiettivo di promuovere «un'iniziativa volontaria di adesione a un insieme di principi che promuovono i valori della sostenibilità nel lungo periodo attraverso azioni politiche, pratiche aziendali, comportamenti sociali e civili che siano responsabili e tengano conto anche delle future generazioni» e di stimolare «un impegno, siglato con le Nazioni Unite dai top manager delle aziende partecipanti, a contribuire a una nuova fase della globalizzazione caratterizzata da sostenibilità, cooperazione internazionale e partnership in una prospettiva multi-stakeholder». Oggi l'iniziativa conta oltre 18000 aziende partecipanti nel mondo in 160 Paesi. È il punto di riferimento per i manager che si occupano di sostenibilità.

La Risoluzione RES/64/236¹² del 23 dicembre 2009 ha stabilito di organizzare per il 2012 la Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile¹³, altrimenti detta Rio+20, per rinnovare l'impegno sul terreno dello sviluppo sostenibile. Il confronto tra i diversi Paesi ha portato al documento programmatico denominato *The future we want*¹⁴ che ha definito lo schema dei diciassette obiettivi dello sviluppo sostenibile (SDGs) che sono diventati il riferimento di numerose politiche e strategie pubbliche e private¹⁵. La Conferenza ha lavorato su due temi principali: l'implementazione della *green economy* nel

¹¹ Per Global Compact Network Italia si veda: <https://globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/i-dieci-principi/introduzione.html>.

¹² Per la Risoluzione 64/236 si veda:

https://www.ion.int/sites/g/files/tmzbdl486/files/jahia/webdav/shared/shared/mainsite/policy_and_research/un/64/a-res-64-236.pdf.

¹³ Per la Conferenza di Rio+20 si veda:

<https://sustainabledevelopment.un.org/rio20>.

¹⁴ UN (2012), *The future we want*, Conference Rio+20,

https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/rio_20/the_future_we_want_english.pdf.

¹⁵ Si veda il sito UN sullo sviluppo sostenibile: <https://sdgs.un.org/>.

contesto di un modello di sviluppo sostenibile che considerasse anche l'obiettivo di eradicazione della povertà e la realizzazione di un quadro istituzionale capace di determinare lo sviluppo sostenibile attraverso appropriati strumenti di *governance* globale.

Le iniziative internazionali in tema di reporting di sostenibilità

Un aspetto rilevante del percorso verso uno sviluppo sostenibile riguarda l'attivo coinvolgimento delle imprese nella promozione di azioni mirate a realizzare i processi di decarbonizzazione e di riduzione degli impatti ambientali e sociali della loro attività. Nel 1997 fu fondata a Boston una iniziativa internazionale senza scopo di lucro, la *Global Reporting Initiative (GRI)*, che aveva come obiettivo la definizione degli standard universali di rendicontazione in tema di performance di sostenibilità finalizzati al perseguimento di obiettivi di responsabilità sociale delle imprese. Gli standard sono stati revisionati dal *Global Sustainability Standards Board* nel 2021 ed entrati in vigore nel 2023. Nel 2002 il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP) ha riconosciuto e condiviso i principi del GRI e lo ha individuato come ente di riferimento per il Programma.

Inoltre, nel corso della Cop26 di Glasgow del 2021 era stata annunciata la formazione dell'Issb (*International Sustainability Standards Board*) allo scopo di emanare standard per reporting di sostenibilità di carattere internazionale. Questo board fa parte della *IFRS Foundation (International Financial Reporting Standards, che include anche lo Iasb, International Accounting Standards Board)*¹⁶ che ha emanato gli standard IFRS S1 e IFRS S2 di definizione dei requisiti generali di reporting e quelli di reporting sulle questioni climatiche. Su questo quadro internazionale si è innestata l'iniziativa europea promossa da EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) con i propri ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) su cui torneremo.

¹⁶ Per questi aspetti si veda Asvis (2023), Position Paper sulla Finanza per lo sviluppo sostenibile, <https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/PositionPaper/2023/PositionPaperASviSFinanzaSviluppoSostenibile.pdf>.

Le iniziative internazionali per la sostenibilità in ambito finanziario

Il programma UNEP ha anche promosso importanti iniziative globali collegate al mondo finanziario che è utile menzionare come la *Net-Zero Banking Alliance* (NZBA)¹⁷ che include le istituzioni finanziarie bancarie impegnate a realizzare l'obiettivo di emissioni zero di gas climalteranti entro il 2050. L'iniziativa è un «acceleratore» dei principi che Unep ha promosso attraverso il *Principles for Responsible Banking*¹⁸ al fine di allineare la strategia di business delle banche agli obiettivi dei SDGs, di misurarne l'impatto attraverso una definizione degli obiettivi, di influenzare le pratiche di sostenibilità presso la clientela, di coinvolgere gli *stakeholders* del sistema bancario promuovendo una cultura di trasparenza e *accountability* e una *governance* appropriata per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità. Un percorso simile è stato definito attraverso la *Net-Zero Insurance Alliance*¹⁹.

Nel 2017 nel corso di «*One Planet Summit*» di Parigi, otto banche centrali e supervisor del sistema finanziario lanciarono la *Network for greening the Financial System*²⁰, importantissima iniziativa per dare una risposta globale dei regolatori all'Accordo di Parigi al fine di mobilitare il sistema finanziario da un lato per includere i rischi climatici nella valutazione del rischio finanziario e dall'altro per mobilitare capitali a sostegno del processo di decarbonizzazione e per la promozione dello sviluppo sostenibile. Il network conta oggi 128 membri e 21 osservatori.

L'attenzione dei regolatori e dell'industria finanziaria si è accompagnata con un vasto e profondo cambiamento nel mondo dei prodotti finanziari per l'investimento che è stato massicciamente interessato da una crescente domanda di asset finanziari

¹⁷ Per la NetZero Banking Alliance si veda: <https://www.unepfi.org/net-zero-banking/>.

¹⁸ Per i Principles of Responsible banking si veda: <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/>.

¹⁹ Per la NetZero Insurance Alliance si veda: <https://www.unepfi.org/forum-for-insurance-transition-to-net-zero/>.

²⁰ Per la Network for Greening Financial System si veda: <https://www.ngfs.net/en>.

che investono in attività sostenibili e che contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. In questo ambito sono numerose le analisi di diversi soggetti che stimano il futuro degli asset *ESG based* nel mercato finanziario. In assenza di un chiaro quadro definitorio di cosa si definisce per asset finanziario ESG a livello globale, è difficile fare comparazioni ed è facile imbattersi in valutazioni che sovrastimano (o sottostimano) il carattere ESG di alcuni investimenti. Se ci riferiamo ai dati pubblicati da *European Central Bank*, possiamo ricordare come nel periodo 2015-2021 sono triplicati gli “asset under management (AUM)” con carattere ESG dei fondi di investimento e degli investitori internazionali nell’area Euro²¹. Anche nel contesto americano e mondiale la crescita è particolarmente significativa anche se negli anni post-Covid ha conosciuto un rallentamento.

Le tendenze in ambito di certificazione ambientale delle imprese

Dal lato delle imprese, oltre alla spinta verso la rendicontazione, si possono individuare altre due tendenze. In primo luogo ha assunto un ruolo crescente la certificazione degli standard di produzione, come testimonia lo sviluppo assunto da ISO 14000 che fornisce strumenti manageriali per le organizzazioni che vogliono porre sotto controllo i propri aspetti e impatti ambientali. Gli obiettivi sono stabiliti dalle aziende, gli standard contribuiscono a indicare le attività necessarie per raggiungerli. Oltre ai sistemi di gestione ambientale, vi sono anche altri strumenti utili per l’attuazione come, tra gli altri, il Life Cycle Assessment (Lca).

Non è questa la sede per illustrare l’articolazione complessa delle norme di certificazione, ma si tenga conto che in base alla ISO survey del 2022 si registrano quasi 530 mila certificazioni ISO 14001, seconda norma più utilizzata, con una crescita del 21% rispetto all’anno precedente. La Cina conta il maggior nu-

²¹ Si veda per questo A. Born, M. Giuzio, C. Lambert, D. Salakhova, H. Schölermann, F. Tamburrini, *Towards a green capital markets union: developing sustainable, integrated and resilient European capital markets*, ECB, 2021: https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macroeconomic-bulletin/focus/2021/html/ecb.mpbu_focus202110_3.en.html.

mero di certificazioni (55,8%), seguita da Giappone (3,9%) e Italia (3,8%). La spinta verso la sostenibilità ha anche dato impulso alle norme che riguardano degli altri sistemi di gestione certificati che riguardano, per esempio, la sicurezza e la salute nei luoghi di lavoro (ISO 45001) che sono diventati complessivamente circa 400 mila.

Il crescente ruolo del rating di sostenibilità

Infine, si va diffondendo anche la pratica dell'adozione di *rating* di sostenibilità e di *scoring* di sostenibilità. In modo sempre più marcato gli emittenti di titoli finanziari e, più in generale, le imprese che intendono dotarsi di uno strumento sintetico di *reporting* della propria performance di sostenibilità, prodotto da un ente terzo, l'adozione di rating di sostenibilità è sempre più rilevante. Ciò dipende dal fatto che vi è un numero crescente di investitori che tiene conto non solo dei parametri strettamente finanziari nella valutazione del rischio dell'emittente, ma misurano anche le performance non finanziarie legate alle scelte in tema di ambiente, di impatto sociale e di governance dell'impresa. I sistemi di rating ESG fanno riferimento ai diversi standard ESG disponibili dal GRI al SASB.

2. Il ruolo assunto dall'Europa nel quadro internazionale della lotta al cambiamento climatico e per lo sviluppo sostenibile²²

Il quadro fin qui ricostruito delle diverse iniziative in tema di sviluppo sostenibile fa emergere da un lato una spinta crescente proveniente sia dalle istituzioni internazionali che dalle imprese e dal mondo finanziario.

Gli strumenti prevalentemente utilizzati in questo contesto sono da un lato di tipo volontario, ovvero sono le imprese che si

²² In questa sezione si ripercorreranno alcune tappe fondamentali dei profondi cambiamenti di questi anni. Non è intenzione dell'autore di costruire un elenco esaustivo, ma di tracciare gli elementi principali di questo processo.

impegnano ad adottare schemi di rendicontazione, strategie, certificazioni, *ratings* che permettono loro di presentarsi ai diversi *stakeholders*, dalla finanza ai consumatori, dai mercati alle autorità pubbliche, come impegnate attivamente sul terreno dello sviluppo sostenibile. La disponibilità di standard, di metodologie di *reporting*, di strumenti operativi per modificare i processi produttivi e il crescente impegno delle autorità e delle istituzioni finanziari hanno determinato un significativo incremento dell'interesse degli attori del mercato verso questi temi.

In questo quadro, irrompe l'azione dell'Unione Europea che negli ultimi anni ha conosciuto una accelerazione di grande rilievo. Il punto di partenza è certamente la spinta derivante da una parte dell'opinione pubblica, che si traduce ad un certo punto in un accordo largo tra le famiglie politiche europee per rafforzare il percorso verso la decarbonizzazione.

L'evidenza scientifica (quasi unanime) aveva sottolineato da tempo il ritmo troppo lento di riduzione delle emissioni, mentre l'evidenza sui sistemi economici rilevava la faticosa transizione verso l'adozione di tecnologie a bassa intensità di carbonio (in particolare nella produzione energetica).

I percorsi politici multilaterali di questo processo (le Cop in particolare), che hanno avuto il merito di tenere alto il dibattito mondiale su questi temi, si sono rivelati insufficienti a ricomporre le esigenze dei diversi attori globali, con le grandi potenze (gli Usa in particolare) che si sono sottratte dall'accordo di Parigi e con i Paesi emergenti che reclamavano la possibilità di rallentare il raggiungimento degli obiettivi per una questione di equità tra Paesi ricchi e poveri.

L'azione politica per l'ambiente della Commissione Europea affonda le sue radici nella costituzione stessa dell'Unione, ma ci pare più appropriato in questo contesto nella Conferenza sulla Terra di Rio del 1992 il punto di partenza, perché diede luogo al Quinto programma europeo di azione in favore dell'ambiente, che però fu giudicato negativamente dalla valutazione della Commissione nella sua realizzazione²³. Fu comunque con il

²³ Si deve menzionare qui la Comunicazione della Commissione «L'ambiente in Europa: quali direzioni per il futuro? – Valutazione globale del pro-

Consiglio di Göteborg del 2001, successivo al Consiglio di Lisbona del 2000 che fece partire la Strategia di Lisbona per il rafforzamento della competitività in Europa, che le azioni divennero più specifiche e mirate. In quel contesto, gli indicatori ambientali (lo schema 20-20-20 al fine di aumentare la produzione da fonti rinnovabili, di aumentare l'efficienza energetica e ridurre le emissioni di gas serra del 20%) e quelli sociali (riduzione della povertà in particolare) sono diventati infatti obiettivi espliciti della politica economica europea, in particolare con la successiva iniziativa Europa 2020²⁴, ideale prosecuzione della Strategia di Lisbona.

Con il Sesto Piano di azione approvato a Göteborg²⁵ si ridefinì inoltre la strategia allo scopo di limitare il cambiamento climatico e potenziare l'uso dell'energia pulita, affrontare le minacce per la salute pubblica, gestire le risorse naturali in maniera più responsabile e migliorare il sistema dei trasporti e la gestione dell'uso del territorio.

L'azione sul fronte ambientale si sarebbe dovuta accompagnare con le iniziative di tipo sociale, che nel frattempo si andavano faticosamente affermando nelle politiche europee, con il Trattato di Amsterdam del 1997²⁶, introducendo l'occupazione come obiettivo durante l'elaborazione e l'attuazione delle politiche e delle attività dell'Ue con obblighi di rendicontazione per i governi sui risultati raggiunti.

gramma di politica e azione della Comunità Europea a favore dell'ambiente e dello sviluppo sostenibile», https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/vari/valutazione_globale_V_piano.pdf.

²⁴ Comunicazione (COM(2010) 2020 final) – Europa 2020: Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A52010DC2020>.

²⁵ Comunicazione della Commissione Europea, «Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione Europea per lo sviluppo sostenibile», 15/5/2001 COM(2001)264, https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/vari/proposta_strategia_europea.pdf.

²⁶ Si trattò di un Trattato che modificava il trattato sull'Unione Europea nel 1997, <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/the-amsterdam-treaty.html>.

Sul tema della povertà si arrivò a degli obiettivi quantitativi solo con Europa 2020 che ha introdotto un nuovo obiettivo comune nella lotta alla povertà e all'esclusione sociale, che consiste nel ridurre del 25% il numero di europei che vivono al di sotto della soglia nazionale di povertà, facendo uscire dalla povertà oltre 20 milioni di persone entro il 2020.

La mancanza di un impegno politico consistente da parte dei governi indebolì l'azione politica della Commissione Europea e in tutte queste politiche e strategie il tratto comune fu quello di un sostanziale fallimento.

Nel periodo 2010-2020, quando era chiaro che il raggiungimento degli obiettivi della strategia di Lisbona era sostanzialmente irraggiungibile, un insieme di circostanze determinò un cambiamento significativo nelle politiche, tra queste l'introduzione del mercato per la CO₂.

Il mercato europeo delle emissioni di CO₂ come anticipazione del Green Deal

L'Europa aveva già adottato delle scelte particolarmente rilevanti sul tema della riduzione delle emissioni, introducendo nel 2005 il mercato europeo dello scambio di emissioni (*EU ETS, EU Emissions Trading System*) basato sul principio del *cap and trade* a cui sono obbligate le imprese appartenenti ai settori maggiormente inquinanti. Il meccanismo stabiliva un percorso di riduzione delle emissioni (*cap*) all'interno del quale le imprese potevano scambiare quote di emissione (*trade*) formando un prezzo su un mercato appositamente creato. Questo meccanismo avrebbe dovuto spingere le imprese ad adottare tecnologie a basso impatto emissivo e avrebbe dovuto generare risorse per investimenti in energia rinnovabile e tecnologie a basso contenuto di carbonio.

Il *market maker* aveva la possibilità di distribuire anche quote gratuite allo scopo di stabilizzare il mercato e di evitare delocalizzazioni produttive in aree prive di questo strumento. Il sistema è stato più volte riformato e attualmente costituisce uno degli elementi fondamentali dell'impegno europeo nella riduzione delle emissioni, che è peraltro anche effettivamente avvenuta.

La Legge Europea sul clima approvata nel luglio del 2021²⁷, che stabilisce una riduzione delle emissioni del 55% nel 2030 rispetto al 1990 e la neutralità climatica nel 2050, ha indotto all'interno del pacchetto «Fit for 55»²⁸ una serie di interventi finalizzati alla riforma ambiziosa del mercato EU-ETS con il rafforzamento della riserva di stabilità del mercato per ridurre gli effetti delle quote gratuite, l'allargamento ad altri settori (aviazione e marittimo, ma anche costruzioni e trasporti), l'introduzione del Fondo Sociale per il Clima e infine l'adozione del *Carbon Border Adjustment Mechanism*²⁹, finalizzato a evitare la concorrenza sleale dei prodotti provenienti da altri Paesi dove il diritto ad emettere non deve essere acquistato. Nel maggio 2023 questi provvedimenti sono stati perfezionati e sono entrati in vigore.

Il mercato EU ETS è davvero un *unicuum* mondiale in tema di mercati per le esternalità negative come esperienza sovranazionale, mentre vi sono numerose esperienze in contesti nazionali o anche subnazionali³⁰. Risponde a una tradizionale indicazione di policy che individua nella possibilità di contenere la produzione dell'esternalità negativa attraverso l'attivazione di un mercato in cui si scambiano diritti ad emettere dentro limiti quantitativi stabiliti dal market maker. L'utilizzo dello strumento del «*cap e trade*» può anche risultare inefficiente e punitivo per le imprese e potrebbe essere integrato/sostituito da un meccanismo puro di tassazione della CO₂ prodotta (già

²⁷ La legge è in realtà un Regolamento (UE) 2021/1119 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica, disponibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32021R1119>.

²⁸ Si tratta di un insieme di proposte volte a rivedere e aggiornare la normativa Ue attuando iniziative finalizzate a raggiungere gli obiettivi climatici concordati da Consiglio e Parlamento. Si veda qui.

²⁹ Per il CBAM si veda: https://taxation-customs.ec.europa.eu/carbon-border-adjustment-mechanism_en.

³⁰ Non vi sono altre esperienze sovranazionali, mentre l'ultimo rapporto ICAP Status Report 2023, Emissions Trading Worldwide, ICAP individua dieci mercati nazionali, venti subnazionali e sei urbani. Complessivamente, tra mercati operativi e mercati in via di realizzazione sono conteggiate 58 esperienze al mondo <https://icapcarbonaction.com/en>.

presenti in molti Paesi sui combustibili e che naturalmente dovrebbe colpire anche per i prodotti importati). Al contrario, il meccanismo ETS dovrebbe indurre a un percorso più coerente con i fondamentali del mercato e far emergere il valore dallo scambio tra le imprese. Il risultato è stato in ogni caso positivo, perché le emissioni si sono ridotte sebbene con alcuni squilibri tra settori che vanno corretti, e per questo le recenti modifiche vanno nella direzione di rafforzare questo percorso. L'introduzione del Cbam, che pure molti problemi sta creando ad alcune imprese importatrici di materie prime ad alte emissioni di CO₂, dovrebbe completare il quadro complessivo e indurre comportamenti speculari da parte dei Paesi con cui l'Unione Europea scambia beni.

La tendenza alla realizzazione di questi mercati si sta consolidando anche se ancora limitata a un numero finito di Paesi come si nota in figura 2 tratta da citato Rapporto Icap.

Figura 2 - ETS in azione nel mondo, fonte: Emissions Trading Worldwide, ICAP Status Report (2023).



Le recenti linee di azione della politica europea: dal Green Deal al Piano di azione dell'economia circolare

Come già detto, negli ultimi anni stiamo assistendo a una poderosa accelerazione delle politiche europee in tema di sosteni-

bilità. Nel periodo precedente al Covid si sono finalizzati tre strumenti che diventeranno fondamentali nel periodo successivo alla pandemia del 2020, si tratta di:

- Il Green Deal Europeo³¹ ed il «Fit for 55» che ne è seguito;
- Una serie di piani settoriali³² come il Piano di azione per l'economia circolare³³ accanto a tutti i piani che stanno incidendo sugli standard dei settori industriali europei e sulle caratteristiche dei beni da vendere in Europa (es. Strategia per la mobilità sostenibile ed intelligente³⁴ e il Piano di azione per l'inquinamento zero³⁵);
- Il Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile, partito nel 2018 e rilanciato nel 2021.

Il quadro complessivo di riferimento risiede certamente negli orientamenti politici della Commissione Von der Layen³⁶ che ha lanciato il Green Deal Europeo ed il programma Fit for 55 finalizzato ad accelerare gli obiettivi di riduzione delle emissioni in Europa. Questa strategia costituisce l'architettura di riferimento complessiva del processo di riforma europea verso lo sviluppo sostenibile.

Il Piano di azione per l'economia circolare viene adottato nel 2015 con la Comunicazione (2015)614³⁷ ed è stato ridefinito

³¹ Riportiamo qui il comunicato della Commissione che lo introdusse nel 2019: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_19_6691.

³² In questa pagina dedicata al Green Deal Europeo sono tutti indicati in ordine cronologico: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it.

³³ Riportiamo qui il comunicato della Commissione che lo introdusse nel 2020: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_420.

³⁴ Comunicazione Commissione EU, Strategia per una mobilità sostenibile e intelligente: mettere i trasporti europei sulla buona strada per il futuro, COM(2020) 789, si veda:

https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:5e601657-3b06-11eb-b27b-01aa75ed71a1.0005.02/DOC_1&format=PDF.

³⁵ Comunicazione Commissione EU, Piano d'azione della UE «Verso l'inquinamento zero per l'aria, l'acqua e il suolo», COM (2021) 400, si veda:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0400>.

³⁶ Si riporta qui il testo: https://commission.europa.eu/system/files/2020-04/political-guidelines-next-commission_it.pdf.

³⁷ Comunicazione Commissione EU, L'anello mancante – Piano d'azione dell'Unione Europea per l'economia circolare, COM(2015)614, si veda: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32015D0614>.

to con la Comunicazione 98 (2020) del marzo 2020³⁸ che ha determinato la modifica di diverse direttive in tema di rifiuti e imballaggi. Lo sviluppo dei mercati delle materie prime secondarie e l'adozione di modelli di consumo più sostenibili sono tra gli obiettivi di questo piano, che successivamente evolverà nelle recenti normative su questi temi, in particolare su imballaggi e riuso. Quel documento pone le basi per modificare le catene del valore centrali dell'economia europea: elettronica e Ict, batterie e veicoli, packaging, plastica, tessile, costruzioni, cibo, acqua. Il dibattito che ne è seguito tra industrie e regolatore da un lato e tra regolatore e consumatori dall'altro ha determinato la «messa a terra» di quel documento³⁹.

Di recente, è stato approvato, per esempio, il Regolamento sugli imballaggi e sui rifiuti da imballaggio che ha quantificato la riduzione degli imballaggi (-15% al 2040), il massimo spazio vuoto da rispettare per gli imballaggi, il divieto di uso di alcuni tipi di imballaggi per la plastica monouso (dal 2030), vengono banditi gli imballaggi eterni e previste percentuali di riutilizzo specifiche da raggiungere al 2030 per alcuni prodotti (bevande), viene previsto che entro il 2029 il 90% dei contenitori in metalli e plastica monouso dovranno essere raccolti separatamente⁴⁰.

Parte della Strategia per la mobilità sostenibile e intelligente adottata nel 2020 e del Piano d'azione per l'inquinamento zero adottato nel 2021 dalla Commissione, è stato di recente approvato il Regolamento Euro 7 (marzo 2024) adottando misure che hanno come obiettivo la riduzione delle emissioni del settore del trasporto su strada. I tempi di applicazione sono stati allungati rispetto alle iniziali proposte, ma rimane uno schema

[ps://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/vari/anello_mancante_piano_azione_economia_circolare.pdf](https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/vari/anello_mancante_piano_azione_economia_circolare.pdf).

³⁸ Comunicazione Commissione EU, A new circular economy action plan – For a cleaner and more competitive Europe, COM(2020) 98, si veda qui

³⁹ Lo sviluppo del piano per l'economia circolare è ricostruito all'indirizzo: https://environment.ec.europa.eu/strategy/circular-economy-action-plan_en.

⁴⁰ Per la proposta di regolamento in fase di modifica consultare: https://environment.ec.europa.eu/publications/proposal-packaging-and-packaging-waste_en.

orientato all'abbandono dei veicoli endotermici a favore dei veicoli alimentati da batterie elettriche⁴¹.

Come indicato dal comunicato finale dell'accordo politico raggiunto il contesto di riferimento riguarda:

[...] Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato il regolamento (UE) 2023/851 per quanto riguarda il rafforzamento dei livelli di prestazione in materia di emissioni di CO₂ delle autovetture nuove e dei veicoli commerciali leggeri nuovi, che fissa un obiettivo di riduzione del 100% sia per le autovetture che per i furgoni a partire dal 2035. L'industria si sta preparando a questo cambiamento: le autovetture e i furgoni a combustione nuovi saranno vietati nel mercato interno, ma saranno ancora disponibili fino al 2035. Altri veicoli a combustione interna (autocarri, autobus e altri veicoli pesanti) continueranno a essere prodotti dopo tale data. Le norme Euro 7 riguarderanno le emissioni di autovetture e furgoni fino a tale data, mentre altre norme contenute nel regolamento (ad esempio in materia di freni, pneumatici e durata della batteria) continueranno ad applicarsi alle autovetture e ai furgoni nuovi più puliti dopo il 2035.

Il nuovo accordo politico sarà perfezionato con l'approvazione di Parlamento e Consiglio⁴².

Il Piano di Azione per la finanza sostenibile e gli interventi delle autorità di vigilanza

L'altro elemento miliare del processo europeo per la sostenibilità si fonda sul Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile (spesso sinteticamente denominato «piano di azione per la finanza sostenibile») viene adottato nel marzo

⁴¹ Una ricostruzione del percorso su questa regolazione si trova all'indirizzo: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-european-green-deal/file-post-euro6vi-emission-standards>.

⁴² Per l'accordo finale di gennaio 2024 si veda: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16960-2023-REV-1/en/pdf>.

⁴³ Comunicazione Commissione EU, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM(2018)97,

2018⁴³ e revisionato nel 2021. La «implementation timeline» di Esma proposta in figura 3 permette di ricostruire le direttive e i Regolamenti interessati da questo processo e la scansione temporale (in qualche caso modificata dai processi di approvazione).

Il Piano di azione è stato pubblicato nel 2018 ed è basato sul documento prodotto dall'High Level group for Sustainable Finance. Gli imperativi della finanza per la crescita sostenibile erano quelli di migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società e di consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di governance (Esg) nel processo decisionale relativo agli investimenti. Le otto raccomandazioni fondamentali proposte dall'HLEG Sustainable Finance riguardavano:

1. Establish and maintain a common **sustainability taxonomy** at the EU level.
2. Clarify investor duties to better embrace **long-term horizon** and sustainability preferences.
3. Upgrade **disclosure rules** to make **sustainability risks fully transparent**, starting with climate change.
4. Key elements of a **retail strategy on sustainable finance**: investment advice, ecolabel and SRI minimum standards.
5. Develop and implement official European sustainability **standards and labels**, starting with **green bonds**.
6. Establish “**Sustainable Infrastructure Europe**”.
7. **Governance and Leadership**.
8. Include sustainability in the **supervisory mandate of the ESAs (European Supervisory Agencies)** and extend the horizon of **risk monitoring**.

Dopo l'approvazione del Piano, si costituì un *Technical Expert Group* che poi confluirà nella Piattaforma Europea per la Finanza Sostenibile e che produsse subito quattro documenti di

https://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf.

I tre strumenti probabilmente più importanti sono: il Regolamento Tassonomia delle attività economiche sostenibili che viene pubblicato nel 2020, l'adozione della direttiva e degli standard tecnici (congiuntamente a ESA) sulla *Sustainable Finance Reporting Directive* (SFDR) nel 2019 e la riforma della *Non financial reporting directive* (NFRD) in *Corporate Sustainable Reporting Directive* (CSRD) completata nel 2022. A queste azioni sono da aggiungere i numerosi interventi sulle altre direttive del mercato finanziario (Mifid, Idd, ecc.).

*Il Regolamento Tassonomia delle attività economiche sostenibili*⁴⁶

Uno degli assi portanti della nuova architettura normativa sulla sostenibilità è certamente il Regolamento Tassonomia delle attività economiche sostenibili⁴⁷ che definisce, rispetto ai sei obiettivi ambientali dell'Ue⁴⁸, i criteri di vaglio tecnico per considerare una attività economica prima come ammissibile alla Tassonomia, informazione da riportare in modo obbligatorio nell'informativa ai sensi della CsrD, e poi come allineata alla Tassonomia, nel senso che fornisce un contributo sostanziale ad al-

⁴⁶ Tutti i materiali sulla tassonomia sono disponibili a questo indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.

⁴⁷ Il testo si trova all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj/ita>.

⁴⁸ I sei obiettivi ambientali sono: adattamento al cambiamento climatico, mitigazione del cambiamento climatico, uso sostenibile delle risorse idriche e marine, transizione all'economia circolare, prevenzione e controllo dell'inquinamento, protezione e ricostituzione degli ecosistemi e della biodiversità. Un'attività economica arreca un danno significativo all'adattamento se conduce a significative emissioni di gas a effetto serra; all'adattamento ai cambiamenti climatici se conduce a un peggioramento degli effettivi negativi del clima; all'uso sostenibile dell'acqua se nuoce al buono stato dei corpi idrici e delle acque marine; all'economia circolare se conduce all'inefficienza nell'uso dei materiali, comporta un aumento dei rifiuti e lo smaltimento dei rifiuti causa un danno permanente all'ambiente; alla prevenzione e riduzione dell'inquinamento se aumenta le sostanze inquinanti nell'atmosfera; alla protezione e ripristino della biodiversità se nuoce alla buona condizione e alla resilienza degli ecosistemi e alla conservazione degli habitat e della specie.

meno uno degli obiettivi ambientali e se rispetta il criterio DN-SH (Do Not Significantly Harm) ovvero non contribuisce negativamente a nessuno degli obiettivi ambientali. L'allineamento tassonomico implica anche che siano rispettate le salvaguardie minime internazionali in tema di sicurezza sociale e lavoro almeno fino a quando non sarà definita la cosiddetta Tassonomia sociale.

In base a questo quadro le attività saranno classificate come «**allineate**» (own performance) oppure «**enabling**» nel senso che sono attività che assecondano la transizione, pur non essendo alternative a bassa emissione di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili (in primo luogo perché hanno emissioni di gas serra inferiori alla media di settore), oppure come attività «**transitional**», ovvero che, con i prodotti o i servizi offerti, consentono direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali.

Ciò detto il Regolamento Tassonomia ha come obiettivo quello di costruire un trasparente sistema di classificazione allo scopo di attirare investimenti sulle attività sostenibili, ma di per sé non dichiara illegali le attività non sostenibili. Certamente si crea con il regolamento un quadro di riferimento che rende più difficile per le attività non sostenibili l'accesso ai mercati finanziari.

Le principali implicazioni del Regolamento Tassonomia riguardano gli obblighi di rendicontazione in capo alle imprese interessate dalla Csr, entrata in vigore nel 2022. Si ricorda infatti che qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi dell'articolo 19 bis o dell'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE (ora Csr) deve includere, nella dichiarazione di carattere non finanziario o nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli articoli 3 e 9 del Regolamento. In particolare le imprese non finanziarie comunicano: la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili, la quota delle loro spese in conto

capitale e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili.

Oggi è disponibile un importante strumento di supporto alle imprese a una verifica preliminare del proprio allineamento tassonomico detto Taxonomy Compass⁴⁹.

La Corporate Sustainability Reporting Directive (Csrd) e la Sustainable Financial Disclosure Regulation (Sfdr)

Il secondo asse portante della normativa è la Corporate Sustainability Reporting Directive (Csrd)⁵⁰ che supera la Non Financial Reporting Directive 2013/34/UE. La nuova direttiva ha un campo di applicazione più ampio della precedente e comunque si applica non solo alle «public interest entities», ma a tutte le «large entities» e alle società quotate. Le imprese dovranno utilizzare gli standard di rendicontazione europei (Esrs, European sustainability reporting standard, <https://www.efrag.org/lab6>) che sono in fase di graduale produzione da parte dell'Efrag (European Financial Reporting Advisory Group - <https://www.efrag.org/>)⁵¹. In particolare sono stati adottati gli standard *sector-agnostic*, mentre sono stati posticipati di due anni gli standard *sector-specific*.

La tipologia di informazioni richieste dalla Csrd include i «principal adverse impact» KPIs richiesti dalla Sfdr (Sustainability Financial Disclosure Regulation) e le informazioni richieste dal Regolamento Tassonomia. La direttiva, che gli Stati membri devono adottare entro 18 mesi dall'approvazione, ha questi tempi di applicazione: dal 1° gennaio 2024 per imprese già soggette alla Nfrd (quindi con il report 2025); dal 1° gennaio 2025 per le imprese di grandi dimensioni oggi non assoggettate

⁴⁹ <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/taxonomy-compass>.

⁵⁰ I materiali della Csrd sono disponibili a questo indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en.

⁵¹ Una ottima rendicontazione sugli standard Efrag è disponibile sul sito della Fondazione Organismo Italiano di Business Reporting OIBR <https://www.fondazioneoibr.it/>.

alla Nfrd; dal 1° gennaio 2026 per le imprese quotate e per le istituzioni creditizie non complesse, dal 1° gennaio 2028 per le imprese non Eu con un fatturato superiore a 150M€ con sede operativa in Eu.

I limiti dimensionali di applicazione sono aumentati rispetto alla NFRD e ricomprendono imprese caratterizzate da almeno due elementi tra i seguenti indicatori: un attivo patrimoniale superiore a 25 mln € o ricavi netti superiori a 50 mln € o un numero medio di dipendenti maggiore o uguale a 250. Le pmi quotate hanno anche dei limiti⁵² di applicazione.

Si ricorda che alle imprese è richiesto di rendicontare secondo il principio della doppia materialità, per cui si deve tenere conto di rischi e opportunità di tipo finanziario e di impatto, ovvero «le aziende devono rendicontare su come i problemi di sostenibilità influenzano la loro attività e come impattano, dall'altra parte, sulle persone e sull'ambiente».

Infine, si tenga conto che se l'azienda deve misurare le emissioni di CO₂ e degli altri gas climalteranti, dovrà distinguerle tra dirette e indirette e determinare lo Scope di contabilizzazione. Le emissioni Scope 1 sono quelle generate dall'azienda, le Scope 2 sono quelle generate dall'energia acquistata dall'azienda, le Scope 3 sono quelle connesse all'attività aziendale non incluse in Scope 1 e 2 e quindi per esempio quelle relative alla catena di approvvigionamento e fornitura.

Per questi motivi, pensare che l'applicazione della direttiva possa essere limitata alle imprese previste dalla norma appare improbabile. Sia le filiere produttive che le aziende finanziarie solleciteranno tutte le imprese a dare informazioni sul loro allineamento agli obiettivi ambientali (in una prima fase limitatamente alle emissioni) e, in un periodo medio-lungo, questi standard saranno adottati da un numero sempre maggiore di imprese.

Un ulteriore rilevante tassello di questa costruzione è la *Sustainable Financial Disclosure Regulation* (2088) del 2019 (Sf-

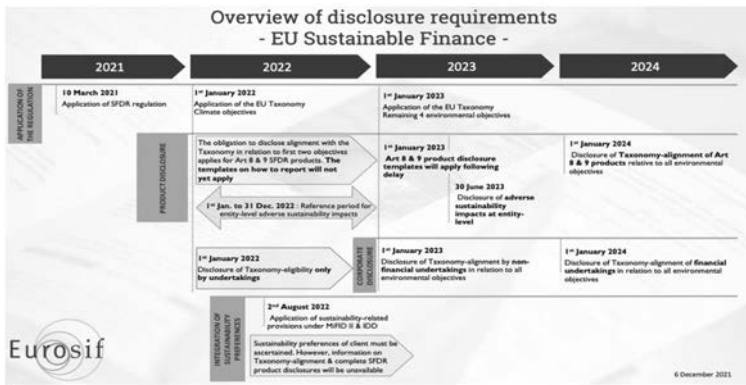
⁵² Attivo patrimoniale compreso tra 350.000 e 25 mln €; ricavi netti tra 700.000 e 50 mln €; numero medio di dipendenti tra 10 e 250.

dr)⁵³. Il Regolamento riguarda gli operatori dei mercati finanziari⁵⁴ e i «*financial advisers*» sempre per investimenti sottoposti a Mifid o su IBIPs, che devono fare pubblica *disclosure* dell'integrazione dei rischi di sostenibilità all'interno dei loro servizi di management o *advisory* degli investimenti.

I soggetti sottoposti al Regolamento devono fare pubblica *disclosure* anche dei Pasi, *Principal Adverse Sustainability Impacts* delle loro attività di management/advisory dell'investimento su una base «*comply*» o «*explain*». Questo compito è obbligatorio per i partecipanti al mercato finanziario più grandi (>500 dipendenti). Le entità FMPs che scelgono di essere «*compliant*» con questa normativa, o che sono obbligati a rispettarla, devono riportare ogni anno quanta parte della loro attività ha finanziato Pasi, per esempio devono fare *disclosure* sulle emissioni Scope 1 e Scope 2 di tutti i loro investimenti.

Nella figura 4, dalla fonte Eurosif prendiamo la *timeline* di implementazione della Sfdr.

Figura 4 - *Timeline implementation della Sfdr (fonte Eurosif).*



⁵³ I materiali sulla Sfdr sono disponibili all'indirizzo: <https://www.fondazioneoibr.it/>.

⁵⁴ «*Financial market participants*» FMPs nel linguaggio del Regolamento ovvero fondi, imprese sottoposte alla direttiva Mifid, fondi pensioni e assicurazione.

Nell'aprile 2022 il Regolamento Delegato SfdR è stato adottato ed è entrato in vigore dal 1° gennaio 2023. Il *draft* degli standard tecnici è stato pubblicato nel 2021 e rivisto alla luce dell'allineamento alla Tassonomia. Successivamente c'è stato un confronto aspro tra le autorità di vigilanza e la Commissione Europea, partito già nel 2021 con il paper di consultazione di Esa su questi temi. In estrema sintesi, dietro alle tecnicità dei contenuti della *disclosure*, c'è il conflitto tra una posizione della Commissione molto più orientata verso standard che facciano emergere con chiarezza che gli investimenti sono orientati verso la sostenibilità e una posizione delle autorità di vigilanza maggiormente preoccupate di procedere con una dose di realismo, evitando di esporre settori non tassonomici al rischio di rimanere scoperti sui mercati finanziari.

Questo rimane un tema parzialmente aperto, perché la fase di transizione può essere molto lunga e, peraltro, in questa fase gli operatori finanziari sono esposti ai rischi di una regolazione ancora ai primi passi.

Nella Sustainable Finance Disclosure Regulation/SFDR (Reg. 2019/2088) è stata fissata una **definizione di investimento sostenibile** all'art. 2 comma 17 come un:

Investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

Le FMPs sono chiamate a proporre una classificazione dei prodotti finanziari in base agli articoli 8 e 9 del Regolamento. Le categorie di prodotto sono:

- art. 9 prodotti (dark green): sono prodotti di investimento che hanno un obiettivo di investimento sostenibile chiaro e hanno come obiettivo gli investimenti sostenibili, quindi che producono prodotti sostenibili e rispettano il principio Dnsh.
- art. 8 prodotti (light green): sono prodotti di investimenti che non hanno target di sostenibilità precisi ma considerano comunque i rischi di sostenibilità.

In generale il percorso della Sfdr per gli art. 8 e 9 ha avuto un avvio tortuoso con la legislazione in costruzione, mentre i mercati già si organizzavano. Ciò ha portato a delle interpretazioni diversificate dell'art. 2 della Sfdr e quindi in qualche caso ad avere prodotti finanziari disomogenei dentro le due classificazioni. In diversi casi si può rilevare che anche tra i prodotti art. 9 vi sono strumenti che investono in attività economiche non allineate. Questa incertezza sta conducendo anche a percorsi di declassificazione dei prodotti finanziari dagli art. 8 e 9 che sono dovuti ai rischi reputazionali legati a dichiarazioni disallineate con gli obiettivi della normativa sulla *disclosure*.

In questo quadro generale, vanno considerati anche numerosi altri strumenti come gli standard fissati dall'Unione Europea per i Green Bond⁵⁵ al fine di dare chiarezza ai mercati. Lo standard è stato adottato nel 2023 ed entrerà in vigore nel 2024.

Il ruolo delle autorità di supervisione e vigilanza finanziaria

Accanto alle norme proposte dalla Commissione, ricordiamo che un ruolo assolutamente centrale in questo processo lo stanno giocando anche le autorità di vigilanza.

L'European Banking Authority (Eba) nel 2021 ha pubblicato un rapporto sulla supervisione e la gestione dei rischi Esg per le imprese di credito e di investimento. Il Rapporto contiene una

⁵⁵ Il materiale sullo standard sugli European green bond è disponibile all'indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard-supporting-transition_en.

valutazione dell'Eba su come includere i rischi Esg nei tre pillar del quadro prudenziale. Il Rapporto valuta il potenziale impatto sul pillar 2 fornendo definizioni comuni dei rischi Esg, elaborando sulle disposizioni, processi, meccanismi e strategie che devono essere attuate dalle istituzioni del credito e dalle imprese di investimento per identificare, valutare e gestire i rischi Esg. Il Rapporto raccomanda infine l'incorporazione dei rischi Esg nelle strategie di business degli enti creditizi e nelle compagnie di investimento, negli accordi di governance interna e nei quadri di management del rischio.

Per gli enti creditizi, il Rapporto affronta anche il tema della vigilanza sui rischi Esg. L'Eba individua la necessità di riflettere i rischi Esg nella valutazione prudenziale degli enti che rientrano nell'ambito di applicazione del CRR (Capital Requirement Regulation 575/2013 (EU)/CRD (Credit Regulation Directive, 2013/36/EU) e sottolinea che l'attuale processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP, Supervisory review and evaluation process) potrebbe non consentire alle autorità di vigilanza di comprendere a sufficienza gli impatti a lungo termine dei rischi Esg. Pertanto, il Rapporto individua la necessità di introdurre un nuovo aspetto di analisi nel processo di valutazione prudenziale. Ciò assumerebbe la forma di una valutazione del fatto che gli enti creditizi verifichino a sufficienza la resilienza a lungo termine dei loro modelli di business rispetto all'orizzonte temporale delle politiche pubbliche rilevanti o i trend di lungo periodo.

Il Rapporto è stato usato dall'Eba per costruire le Guidelines sulla gestione dei rischi Esg e per aggiornare le Linee Guida dello Srep, percorso ancora non completato. Il percorso di consultazione sulle Linee Guida Eba si è appena concluso (aprile 2024) e si aspetta ora che le stesse vengano pubblicate nei prossimi mesi.

Il percorso dell'Eba ha determinato anche la pubblicazione delle norme tecniche di attuazione delle informazioni prudenziali in tema di rischi Esg ai sensi del Capital Requirements Regulation (Crr). Tra le altre cose si richiede agli intermediari di pubblicare il Green Asset Ratio (ovvero il rapporto tra gli asset che finanziano/investimenti investiti in attività economiche allineate alla Tassonomia verso imprese soggette alla Nfrd, privati

e governi locali e il totale delle attività, Gar, già dal 31/12/2023) ed il Banking Book Taxonomy Alignment Ratio BTAR (ovvero il rapporto tra gli asset che finanziano/investimenti investiti in attività economiche allineate alla Tassonomia verso imprese, incluse le pmi, privati e governi locali e il totale delle attività, BTAR, volontario dal 31/12/2024).

La Banca Centrale Europea⁵⁶ ha pubblicato nel 2022 un Report⁵⁷ sui progressi delle banche in tema di comunicazione dei rischi climatici e ambientali. Le conclusioni del report riportano una situazione deludente del quadro attuale, nonostante le raccomandazioni della banca centrale sostanzialmente obbligassero le banche a fare dei progressi importanti in tema di informazione⁵⁸. Successive valutazioni dell'Ecb hanno mantenuto valutazioni simili⁵⁹.

Entro la fine del 2024 le banche dovranno allinearsi alle stesse aspettative della Bce con un approccio che coinvolga la governance, la gestione del rischio e l'intera strategia aziendale. Inoltre, l'integrazione dei rischi Esg deve essere realizzata nel processo di valutazione dell'adeguatezza del capitale e, per alcune banche, è già parte del processo Srep (Supervisory Review and Evaluation Process).

L'accelerazione recente della normativa europea in tema di sostenibilità

Occorre qui ricordare che le normative hanno avuto recentemente un'accelerazione significativa in prossimità della chiu-

⁵⁶ La Ecb aveva prodotto già nel 2020 questo documento sul tema: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ecbreportinstitutionsclimaterelatedenvironmentalriskdisclosures202011~e8e2ad20f6.en.pdf>.

⁵⁷ ECB, *Report on good practices for climate stress testing*, dicembre 2022, in <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.en.html> e un quadro generale dell'azione ECB è disponibile

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.en.html>.

⁵⁸ In Italia Banca d'Italia ha pubblicato nell'aprile 2022 le proprie aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, (<https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/?dotcache=refresh>).

⁵⁹ Si riporta qui il rapporto del 2023 sulla importanza della trasparenza.

sura della legislatura europea. Si sono chiusi numerosi processi normativi ancora aperti, spesso con compromessi meno ambiziosi rispetto a quelli iniziali e con il riproporsi del solito rapporto conflittuale tra Commissione e Consiglio Europeo, temperato dal ruolo del Parlamento Europeo.

Per esempio, si è raggiunto l'accordo politico sulla proposta di regolamento⁶⁰ per le attività di rating ambientale, sociale e di governance, che sottopone i fornitori di rating alla vigilanza Esma e ad obblighi precisi di trasparenza, benché non siano stati fissati standard vincolanti per tutti.

Un altro passaggio importante si è determinato con la Direttiva sul *Greenwashing*⁶¹ per migliorare l'etichettatura dei prodotti e vietare l'uso di dichiarazioni ambientali fuorvianti, insieme a una norma che favorirà una maggiore durata dei prodotti.

Nel marzo 2024 è stato approvato in sede politica il testo della *Corporate Sustainability Due Diligence*⁶² con un ambito di applicazione che si limita a società di grandi dimensioni con oltre 500 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 150 milioni di Euro e ha lo scopo di tutelare l'intera filiera di produzione e di verificare che essa non impatti negativamente su ambiente e società.

Il Parlamento Europeo ha anche approvato nel febbraio del 2024 la *Nature restoration law* in base alla quale i Paesi dell'Ue dovranno ripristinare almeno il 30% delle aree terrestri e marine degradate (foreste, praterie, zone umide, fiumi, laghi, coralli) entro il 2030, il 60% entro il 2040 e il 90% entro il 2050.

⁶⁰ 2023/0177 (COD) Proposta di Regolamento sulla trasparenza nell'attività di rating Esg, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6255-2024-INIT/en/pdf>.

⁶¹ Testo adottato nel gennaio 2024 che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione. COM(2022)0143 – C9-0128/2022 – 2022/0092(COD), https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0099-AM-091-091_IT.pdf.

⁶² Csdd in emendamento alla Direttiva 2019/1937, 2022/0051/COD, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6145-2024-INIT/en/pdf>.

Nel marzo del 2024 è arrivata a conclusione anche l'iter della direttiva sulle abitazioni (*Energy Performance of Building Directive, Epubd*) che impone una serie di interventi ai Paesi allo scopo di ridurre l'impatto emissivo delle abitazioni.

3. *Le riforme di policy verso la sostenibilità dell'Unione Europea e i trend dei mercati europei: un bilancio di fine legislatura*

La ricostruzione sommaria delle politiche per la sostenibilità (prima ambientale, poi in un'ottica Esg) ci ha permesso di ricordare che l'Europa ha affrontato i temi della crescita sostenibile anche prima dell'accelerazione impressa negli ultimi anni da una serie di interventi che hanno radice nel Green Deal Europeo e si sono sviluppati intorno al Piano di azione per la finanza sostenibile e al Piano di azione per l'economia circolare e altri piani settoriali.

La pressione verso la sostenibilità è stato a lungo nel passato però un tema politico sostenuto da un'area politica ambientalista che non ha mai saputo imporsi come forza maggioritaria sia a livello europeo che nei Paesi dell'Unione.

La necessità di intervenire con politiche di lotta al cambiamento climatico da un lato e con politiche che favoriscono un uso sostenibile delle risorse non rinnovabili, anche provando a «disaccoppiare» crescita economica e utilizzo delle risorse ambientali, è stato un obiettivo spesso dichiarato dalle politiche europee, ma quasi mai seguito da robuste azioni finalizzate a ottenere dei risultati significativi. Fa eccezione l'introduzione in Europa di un mercato per lo scambio dei diritti di emissione di CO₂, che si è consolidato negli ultimi venti anni e che ha contribuito, pur tra notevoli difetti, a ridurre le emissioni complessive.

La prudenza europea era parzialmente giustificata dalla necessità di difendere il sistema industriale europeo, storicamente carente di materie prime (a cominciare da quelle energetiche) e con la necessità di mantenere alte quote di esportazione evitando di compromettere la propria competitività in un mercato sempre più globalizzato.

L'ampliarsi del ruolo delle economie emergenti nelle dinamiche industriali mondiali e l'affermarsi di catene del valore sempre più lunghe e sparse in giro per il mondo, in un contesto politico favorevole al libero scambio, rendeva necessario la limitazione di ogni condizionamento generato dagli standard dei prodotti o dei processi o anche dalle forme dell'approvvigionamento energetico. Il paradigma di questa strategia è stato certamente l'approvvigionamento di gas dalla Russia: l'Europa (e in particolare la Germania e l'Italia) ha deciso di legarsi in modo sostanziale alla Russia per questa risorsa energetica e la Russia ha messo a disposizione gas di ottima qualità a prezzi ragionevoli per lunghi anni. Nonostante la contrarietà degli Stati Uniti, le infrastrutture di connessione si sono nel tempo rafforzate e ampliate. Tutto si interrompe quando da un lato l'Europa dichiara con il Green Deal di volere ridurre significativamente il consumo di combustibili di fonte fossile e dall'altro la Russia, che ha il pil perfettamente legato al prezzo dei combustibili fossili, ha concretizzato le proprie mire espansionistiche verso l'Ucraina. Il conflitto ha determinato un cambio di paradigma e oggi l'Europa si approvvigiona in tutt'altro modo (a prezzo di una importante ma temporanea inflazione) in attesa che la conversione verso le rinnovabili si completi e la Russia ha appena conosciuto il «rosso» nel bilancio di una delle sue aziende più importanti, la Gazprom.

In questo quadro politico profondamente diverso, con un mondo in cui le *supply chain* sono destinate ad accorciarsi e in cui la politica condiziona sempre più l'economia, si inserisce la scelta europea di puntare sulla sostenibilità come leva per la propria competitività.

Il cambio di paradigma produttivo a cui la politica ha deciso di sottoporre l'intera industria europea è certamente una scelta con significativo carattere di radicalità. L'elenco delle azioni descritte nel paragrafo 2 è piuttosto eloquente.

Ora si tratta di capire le ragioni perseguite dal legislatore europeo e si tratta anche di capire in che misura questo schema possa costituire una opportunità o una minaccia. Naturalmente è difficile fare una sintesi di tutti i possibili effetti che le politiche messe in atto a livello europeo sulla sostenibilità potranno

avere sui singoli mercati e sulle aziende. In buona parte questa discussione va fatta analizzando i singoli prodotti, i mercati, le tecnologie, gli standard, i processi e andrebbe verificato in quel contesto il possibile scenario futuro per l'intero continente e per i singoli Paesi, se non addirittura per i singoli distretti industriali. Non è scopo di questo contributo andare in questa direzione, ma vogliamo sinteticamente comprendere le ragioni dell'approccio europeo ed i suoi possibili limiti.

Le ragioni per questo massiccio intervento di policy europea possono essere sintetizzate nel modo seguente:

- La politica per la sostenibilità generata dall'Europa è stata possibile in primo luogo per una particolare congiuntura politica. La Commissione europea guidata da Ursula Van der Layen nel 2019 ha proposto a un Parlamento frammentato, dove le forze populiste si sono fortemente rafforzate, un piano di azione per il rilancio dell'economia europea in chiave di sostenibilità ma anche di digitalizzazione e di riacquisto di autorevolezza sui mercati internazionali. La Commissione europea ha voluto probabilmente fissare un percorso per l'industria europea chiaramente orientato verso lo sviluppo sostenibile, per provare a dettare la linea di azione di politica industriale al resto del mondo. Ciò è potuto avvenire attraverso una maggioranza ampia ed un'azione bipartisan che ha coinvolto tutte le grandi famiglie politiche europee. Nella fase finale, l'azione si è ridimensionata perché la realizzazione del Green Deal è diventato un terreno di lotta politica e tutti i provvedimenti degli ultimi mesi sono stati caratterizzati da compromessi al ribasso rispetto agli ambiziosi obiettivi iniziali. Ciò potrebbe non essere necessariamente un male, perché le politiche per la sostenibilità si possono realizzare solo con un ampio consenso della popolazione e delle imprese europee ed è bene che siano sottratte al confronto politico.
- La politica per la sostenibilità in Europa ha ovviamente prima di tutto delle ragioni legate alla necessità di ridurre le emissioni, con obiettivi che sono più ambiziosi del passato e con un progetto di vera «decarbonizzazione» dell'economia e di «elettrificazione» dei consumi energetici con produzio-

ni basate su fonti rinnovabili. Si tratta di una transizione ancora lunga, ma naturalmente necessaria. L'Europa non è la maggior responsabile delle attuali emissioni, ma lo è stata nel passato con gli Stati Uniti, e adesso si è candidata a un profondo cambiamento del proprio paradigma produttivo con l'obiettivo di esserne leader. In questa scelta vi è anche un elemento di convenienza economica, specie in alcuni segmenti produttivi, dove l'adozione di processi e tecnologie o prodotti sostenibili può essere un elemento di forte miglioramento competitivo. Naturalmente questo processo può avere delle controindicazioni, che si possono talvolta concretizzare in un immediato aumento dei costi di produzione, qualcuno parla di inflazione verde, per alcune aziende con conseguente perdita della competitività al contrario. La politica dovrà dimostrarsi capace di individuare un giusto equilibrio che permetta di gestire i singoli settori industriali con attenzione, sia evitando posizioni di preclusione verso i cambiamenti, che di fideistica adesione ad ogni cambiamento radicale.

- La politica per la sostenibilità implica un cambiamento anche sul fronte delle dimensioni sociali e di governance. L'approccio Esg, che ad alcuni appare poco fondato sul piano teorico, al contrario ha il pregio di coniugare tre aspetti importanti della dinamica di impresa, quello della tecnologia (nel suo rapporto con l'ambiente), quello della dimensione sociale (per gli impatti di responsabilità sociale verso tutti gli stakeholder che un'impresa ha) e quello della dimensione di governance (di nuovi per motivi di responsabilità sociale, ma anche di efficienza). Questi ultimi due aspetti non si sono ancora eccessivamente concretizzati nella normativa europea, anche perché l'applicazione degli stessi non appare agevole, ma se il paradigma produttivo deve cambiare, è molto importante tenere in considerazione anche le dimensioni sociali e di governance per migliorare l'efficienza delle imprese.
- La politica per la sostenibilità ha un ruolo rispetto alla dimensione e al ruolo globale delle imprese europee. Come noto, l'industria europea è ancora molto importante ed ha

un peso significativo in molti mercati mondiali, sebbene il confronto competitivo con i Paesi emergenti si faccia sempre più aspro. D'altro canto, nel mercato digitale e nel mercato dei servizi l'Europa sconta un significativo ritardo rispetto ai grandi player mondiali, con un gap dimensionale importante che ne mina la competitività. In questo quadro, cercare una leadership industriale globale nei processi e nei prodotti sostenibili da un lato e contrastare leadership già esistenti indotte dal basso costo del lavoro (come quella cinese sulla filiera dell'auto elettrica) o che si stanno ricostruendo (si pensi al programma di incentivi verdi adottato dall'Amministrazione Biden) appare quanto mai necessario.

Una discussione è aperta invece circa la possibilità di determinare questi processi con la prevalente spinta della politica piuttosto che come una normale evoluzione del mercato. Qualcuno parla di obiettivi da raggiungere senza escludere nessun tipo di tecnologia e quindi senza imporre degli standard tecnologici specifici (come nel caso delle auto ad alimentazione elettrica). In realtà, da sempre le industrie sono regolate da standard tecnologici che hanno condizionato l'evoluzione dei mercati. In diversi casi, una nuova tecnologia è stata adottata come effetto di un cambio di standard tecnici di processo o di prodotto. Fin qui nulla di nuovo.

Gli incentivi e gli standard tecnici devono essere calibrati opportunamente per ottenere un esito virtuoso che renda la transizione possibile. Ciò che forse l'industria moderna non può permettersi è invece l'incertezza rispetto alla traiettoria che si dovrà intraprendere nel futuro. Nel caso delle automobili, le industrie hanno necessità di certezze sugli standard per potere programmare nel medio e lungo periodo. Una eccessiva incertezza e anche la stessa coabitazione lunga delle tecnologie potrebbe non essere una scelta adeguata e sostenibile.

Infine, qualcun altro usa il tema dei costi per criticare la transizione. E in effetti in diversi casi gli aumenti di costo possono essere anche rilevanti e quindi si genera l'impossibilità di attivare incentivi eccessivi per forzare le transizioni tecnologiche dei mercati (si pensi in questo caso ai costi determinati dalle re-

gole sulle abitazioni sostenibili). Accanto al tema dei costi, si pone poi la questione distributiva. In alcuni mercati, un aumento dei prezzi può determinare l'esclusione dal consumo di larghe porzioni della popolazione. In realtà, non sempre la sostenibilità determina un aumento dei costi (si pensi ai risparmi possibili sul fronte dell'approvvigionamento energetico), anzi in diversi casi può determinare maggiore efficienza e risparmi.

Gli incentivi pubblici, nuovi standard e un virtuoso coinvolgimento dei mercati finanziari sono i tre strumenti che devono essere utilizzati in un mix equilibrato per realizzare gli ambiziosi obiettivi di una Unione Europea che si è rivelata, in questo ambito più che in molti altri, comunque capace di determinare un profondo cambiamento che si dipanerà lungo questo periodo di transizione che stiamo vivendo.

Moneta e Ricchezza¹

di Angelo Federico Arcelli²

1. *La moneta immateriale*

A partire dal caso storico, notissimo, delle operazioni del finanziere John Law³, che, non a caso, sono considerate antesignane del diffondersi delle banconote, alle varie crisi che si sono succedute nel tempo, non si può non notare che il *trend* storico ha sempre denotato un graduale abbandono della moneta «riserva di valore» (quella d'oro o d'argento o con valore intrinseco) verso nuove forme di pagamento meno legate a un sottostante di garanzia.

Nel momento presente, il denaro sembra avere, quindi, un ruolo diverso rispetto al passato: esso, specialmente nei Paesi avanzati, è in gran parte «immateriale»⁴, e, ormai da oltre cin-

¹ Questo articolo è stato pubblicato nell'agosto del 2023 su Isea - Istituto di Studi per l'Economia Applicata - www.iseacentrostudi.com.

² Angelo Federico Arcelli è professore straordinario a t.d., Università telematica Guglielmo Marconi, Senior Fellow di Isea, Senior Fellow del Center for International Governance Innovation (Cigi, Waterloo, On, Cn).

³ Cfr. a titolo di background, J. Buchanan, *John Law: A Scottish Adventurer of the Eighteenth Century*, MacLehose Press, 2018.

⁴ Per fare alcuni riferimenti storici, senza pretesa alcuna di rilevanza ed esaustività, ma solo per citare alcuni testi interessanti per i concetti proposti, cfr. (ad esempio), Ch.P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press, Oxford (UK) 1993; e M. Flandreau, *Was the Latin Monetary Union a Franc Zone?*, in J. Reis (ed.), *International Monetary Systems in Historical Perspective*, Palgrave Macmillan, London (UK) 1995; ed anche di

quant'anni, non è convertibile in oro⁵. Mai come in precedenza nella storia, la ricchezza della società umana oggi dipende enormemente dalla fiducia nel sistema finanziario.

Tuttavia, proprio perché oggi la moneta non è più legata ad alcuna «*commodity*» (l'oro ad esempio), essa è, nei fatti, accettata e apprezzata solo in base alla fiducia del mercato, e dall'essere la valuta necessaria ai commerci con l'area monetaria che la emette.

E, in un certo senso, essa, oggi, più che un credito verso la banca centrale dello Stato che la emette (quindi una «riserva di valore») sembra essere soprattutto uno strumento di pagamento e unità di conto per commerci con quell'area (o con le aree che accettano una data moneta, che nel caso del dollaro americano e, in modo minore, dell'euro, è naturalmente un concetto più vasto).

Ma questa evoluzione del ruolo della moneta, che oggi ci pare non solo normale e ovvia, ma anche un *trend* verso un'ulteriore trasformazione, sempre più immateriale, del denaro, ha anche una importante conseguenza: nel periodo contemporaneo per la prima volta nella Storia ci si sta rendendo conto che non basta la garanzia dello Stato e della legge a fare di una moneta un efficiente strumento di pagamento (e lo vediamo bene con le cosiddette «criptovalute digitali» che, peraltro, valute in effetti non sono dal punto di vista legale). O perlomeno non basta il supporto di «uno» Stato, in quanto anche per gli Stati vi-ge il principio della fiducia del mercato.

K. Moure, *The Gold Standard Illusion: France, the Bank of France, and the International Gold Standard, 1914-1939*, Oxford University Press, Oxford (UK) 2002; o L. Einaudi, *From the Franc to the 'Europe': Great Britain, Germany and the attempted transformation of the Latin Monetary Union into a European Monetary Union*, «Economic History Review», 53 (2), pp. 284-308, anno 2000.

⁵ Solo a titolo di *background*, cfr. ad esempio, B.S. Bernanke, *The World on a Cross of Gold: A Review of "Golden Fetters": The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, in «Journal of Monetary Economics», I, 1993; e C.K. Elwell, *Brief History of the Gold Standard in the United States*, Congressional Research Service, Washington, DC (USA), 2011; e anche R.N. Cooper, *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*, in «Brookings Papers on Economic Activity», Washington, DC (USA), 1982.

Ma il fatto che il denaro oggi sia sempre più unità di conto, e immateriale, sta riducendo in modo sostanziale la diversa percezione di rischiosità tra quello che è il sistema finanziario (ad esempio le banche nel loro insieme) e il merito di credito degli Stati in cui esse sono basate. Questo dato di fatto potrebbe avere significativi impatti sulla stabilità finanziaria se i *trend* che oggi vediamo fossero confermati nel tempo.

Infatti, noi tutti sappiamo come funzionano le banche, e che il sistema bancario si regge – per semplificare molto – su di un assunto statistico, ovvero sul fatto che solo una minima parte del denaro depositato «a vista» dai correntisti possa poi effettivamente venire ritirato, rendendo la «raccolta» di queste ultime una fonte di capitali relativamente stabile, e consentendo alle banche di operare e prosperare come vediamo che esse fanno, con gran beneficio non solo dei loro azionisti, ma dell'economia tutta.

Eppure, una crisi, appunto, di «fiducia», con una conseguente «corsa agli sportelli» dei depositanti, potrebbe provocare il dissesto anche dell'istituzione più solida. Il che è quello che succede quando cominciano a circolare notizie negative (fondate o meno) su di una istituzione: se vengono ritenute credibili, in generale, i correntisti di quella banca si recheranno spaventati agli sportelli a ritirare/trasferire i loro depositi, e, facendo questo accelereranno un disastro che, invece, in assenza di un'azione da parte loro (e, soprattutto, dell'impatto combinato delle loro varie scelte individuali, che, da sole, non avrebbero, probabilmente, la rilevanza sufficiente per causare effetti e conseguenze), forse non si sarebbe realizzato.

Si potrebbe parlare di un «fallimento del mercato», ovvero, a tutti gli effetti di un'inefficienza causata da asimmetrie di informazione o da conclusioni erronee prese da una molteplicità di attori economicamente rilevanti.

Tuttavia, non possiamo che concludere che il mercato funzioni benissimo: esso, infatti, riflette l'effetto dell'insieme dei comportamenti individuali dei correntisti della banca che agiscono razionalmente per proteggere il loro capitale. Che essa fosse, poi, davvero meritevole di fallimento oppure un'istituzione «sana» travolta da notizie negative malauguratamente repu-

tate credibili⁶, dimostra quanto fosse essenziale la «fiducia» del mercato.

Intuitivamente tutti comprendiamo che l'insieme delle azioni economiche individuali, guidate dall'interesse personale (la sicurezza dei propri risparmi o investimenti), non sempre consente soluzioni che portino anche al bene complessivo⁷.

Infatti, l'aggregato dei comportamenti dei clienti di quella banca ha provocato un effetto «*spillover*» che è un danno, in effetti, per il sistema dove quegli stessi individui risiedono e per i loro concittadini.

2. *Può esistere un parallelo tra rischio sovrano e rischio bancario nei comportamenti dei mercati?*

È, tuttavia, assai meno intuitivo considerare che, probabilmente, lo stesso modello statistico di comportamenti aggregati che consente la vita prospera del sistema bancario in ogni Paese è anche il modello, su scala più larga e con differenze, che regola i rapporti tra le aree ricche e quelle povere del Mondo, e consente ai Paesi ricchi, che poi sono anche quelli con le valute più «forti», o «di riserva» (dollaro ed euro ad esempio), di avere una grandissima ricchezza «immateriale» che attrae verso di loro i beni reali anche dai Paesi meno ricchi.

⁶ Quasi tutte le crisi bancarie degli ultimi anni non sono arrivate a causa di file di correntisti agli sportelli, ma perché i regolatori (le banche centrali e i governi *in primis*) hanno disposto la cessazione dell'attività e la risoluzione (o aggregazione, o altra ipotesi) della banca in crisi prima dell'evento del collasso. Questo spesso è giustificato con la necessità di preservare la stabilità del sistema, ma è anche la conferma più evidente dell'importanza della fiducia del mercato, sia nel regolatore e nel sistema, sia in ogni singola istituzione bancaria e finanziaria regolata.

⁷ Non discutiamo qui le posizioni classiche di Adam Smith in *The wealth of the nations* («*An inquiry into the nature and causes of the wealth of the nations*», marzo 1776) e il convincimento che la «mano invisibile» data dal buon funzionamento del libero mercato porti sempre a risultati ottimali. Essendo dibattito noto e lontano dagli oggetti che trattiamo lascio al lettore di formarci un'idea.

Ad esempio, è evidente che il cittadino di un Paese emergente preferisca essere pagato e detenere valuta «forte» (dollari, euro...⁸) in cambio di suoi beni e servizi, data la sua «sfiducia» nella moneta nazionale e la sua convinzione che quella valuta «forte» lo garantisca meglio. Se lo fa uno solo non è un problema. Ma se tutti fanno lo stesso, allora automaticamente la valuta (e il sistema economico) di quel Paese emergente ne vengono penalizzati, perché la ricchezza (non solo quella immateriale) prodotta in quello Stato sarà in gran parte trasferita all'estero, nei fatti nelle disponibilità di quei Paesi con valute più forti⁹.

Questo provocherà anche il permanere di una generale sfiducia nei Paesi «deboli» che di fatto renderà praticamente inesistente la possibilità di mantenere un accumulo di ricchezza con valute deboli (che poi spesso sono anche «non convertibili» quindi non cambiabili con valute forti – e questo perché le banche centrali che le emettono non dispongono di riserve in valute forti sufficienti per garantire questa libertà ai cittadini dei loro Paesi).

In realtà si potrebbe anche commentare che non sono i comportamenti economici di alcuni a generare la crisi, quanto più la premessa di quei comportamenti, ovvero la mancanza di fiducia in quel sistema economico, in quel Paese, eccetera. Alla fine, tutto ritorna a un concetto di fiducia. Proprio questa fiducia, tuttavia, sta diventando nell'attualità contemporanea qualcosa di

⁸ Cfr. ad esempio le pubblicazioni di Benoit Coeuré, già membro del comitato esecutivo della ECB, «*Should the ECB Care About the Euro's Global Role?*», Voxeu, CEPR, 2019; anche in European Central Bank, «*The International Role of the Euro*», Frankfurt (D), 2019; e poi, di B. Eichengreen, *The Breakup of the Euro Area*, NBER Working Paper No. 13393, 2007.

⁹ Cfr. anche J.M. Keynes, *The Collected Writings*, vol. 26, Activities, «1941-46: *Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*», London, (UK), Macmillan, ried. 1980. L'analisi degli impatti delle cosiddette «riparazioni» al termine della Prima guerra mondiale e delle possibili implicazioni della creazione di un sistema monetario non equilibrato al termine della Seconda guerra mondiale evidenziano come il funzionamento corretto del Sistema monetario e del Sistema dei commerci sia interdipendente. L'eventuale asimmetria potrebbe avere conseguenze gravi (come poi la Storia ha dimostrato).

molto diverso rispetto al passato, anche storico, in cui l'effetto apparentemente moltiplicativo creato da comportamenti degli operatori di mercato era sempre stato legato a forme di beni o titoli materiali.

Infatti, fino che anche il denaro era quasi una «*commodity*» (ovvero era più o meno convertibile in oro¹⁰ o valori equipolenti), la fiducia nel sistema bancario e finanziario aveva bisogno (e ciò bastava largamente a tutelare gli interessi particolari e collettivi) della garanzia dello Stato e della legge.

Tale supporto concedeva agli Stati un privilegio, ovvero di essere i garanti di ultima istanza dell'economia. Questo però voleva anche dire che la politica aveva un «primato». E questo primato, che in origine era fondato sull'autorità del sovrano, a sua volta di emanazione divina, come era la regola nell'*Ancien Régime*, nel periodo successivo alla Rivoluzione francese si è basato anche su modelli economici, ideologie ed idee, che, poi, si realizzavano in proposte concrete di ordine sociale.

Quindi la moneta, oggi, avrebbe sostanzialmente perso gran parte del suo ruolo di «riserva di valore»? Questo non è del tutto vero: le valute come il dollaro Usa – che mantiene il suo «privilegio esorbitante»¹¹ come moneta di riserva mondiale – e le poche altre (euro incluso) che sono diffuse ben al di là dei confini dello Stato (o Stati) che le emette, offrono maggiori «gradi di libertà» al detentore rispetto alle altre valute. Per questo restano monete detenute anche a scopo di riserva di valore, pur se molto meno che in passato e in maniera asimmetrica (maggiormente in quelle aree del Mondo che definiremmo «economie emergenti», meno nei Paesi ricchi dove sono emesse).

¹⁰ Cfr. anche B. Eichengreen, *The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford 1992 e M.D. Bordo con B. Eichengreen, *The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System*, University of Chicago Press, Chicago (IL), USA, 1998.

¹¹ Cfr. H.M. Paulson Jr., *The Future of the Dollar*, sulla rivista «Foreign Affairs» (USA), 19 maggio 2020. Secondo Paulson, già Segretario al Tesoro americano, il privilegio esorbitante non fu «ricercato» dagli Usa ma una conseguenza dello schema che uscì dal negoziato di Bretton Woods e dagli eventi dei decenni seguenti.

Però, per queste valute – senza pretesa di trattare esaustivamente di temi economici complessi – si potrebbe osservare anche che la politica monetaria dei Paesi che le emettono (Stati Uniti d'America in testa) è implicitamente beneficiaria di un effetto simile a quello del monte dei depositi di una banca.

Perché questo? Un esempio semplice è quello di legare la capacità di spesa riferibile a una moneta e il suo mercato. Se immaginiamo una moneta di un Paese emergente, essa è nella forma simile alle monete dei Paesi avanzati. Tuttavia, spesso essa non è convertibile facilmente in altre valute, o lo è a condizioni molto penalizzanti. E questo, a volte, accade indipendentemente dalla volontà del governo di quel Paese o della sua banca centrale. Infatti se una banca centrale non è in grado di disporre di riserve adeguate in altre valute, perché il suo Paese non riesce a generare un surplus commerciale che porti un surplus valutario o, altrimenti, ad accedere al credito internazionale per ragioni varie (che possono variare da restrizioni al credito, rischi legali, rischi politici...), essa sarà spinta dal mercato (dalla somma dei comportamenti degli operatori, inclusi gli stessi cittadini di quel Paese) a rendere la valuta non convertibile.

Inoltre, quella banca centrale, trovandosi in un Paese strutturalmente incapace di generare surplus, ed essendo, quindi, senza la capacità di detenere valute di riserva («forti»), avrà ben poco margine di manovra per rimediare alla situazione. La teoria economica consente alla banca centrale di operare sui tassi (ad esempio abbassandoli, svalutando la sua moneta e favorendo le esportazioni) o sulla quantità di moneta in circolazione (aumentandola, con effetto simile al precedente), ma così anche generando inflazione, e probabilmente creando un contesto di «sfiducia», con poche vie di ritorno, nella sua stessa valuta. La sfiducia sui mercati alimenterà ulteriormente la crisi, perché vi sarà una tendenza degli operatori a evitare di detenere la valuta di quel Paese (debole) o a portarla immediatamente in banca centrale per convertirla in valuta forte, depauperando costantemente le riserve di quell'istituto di emissione.

Alla fine, è probabile che quella banca centrale non riesca a preservare il valore della sua moneta, che facilmente diventerà «non convertibile», cioè non scambiata o scambiabile con altre

valute sui mercati, dato che sui mercati stessi rapidamente tutti gli operatori privati (e le altre banche centrali di conseguenza) sapendo che la banca centrale di quel Paese non è più in grado di cambiare la sua moneta in altre valute, non avendo riserve o accesso al credito, rifiuteranno di detenerla o di utilizzarla per regolare i loro commerci e i loro affari.

Non è detto che, nei «fondamentali», la situazione di quel Paese sia, poi, così compromessa, ma il fatto che il mercato (i comportamenti aggregati dei vari operatori, dai più piccoli ai più grandi, che agiscono razionalmente in base ad aspettative¹² di eventi considerati più probabili – qui il possibile *default* nella convertibilità – per preservare il loro capitale) lo «creda», di fatto, determina in gran parte gli eventi e le conseguenze¹³. Paradossalmente in un modo simile al caso della crisi di una banca, l'attesa del mercato di un evento negativo rispetto a uno Stato crea una situazione di incertezza che progressivamente accelera verso il realizzarsi di quell'evento, quasi autoalimentandosi nel progredire di un *fumus* negativo che assume effetti reali.

Come per le banche, anche nel caso degli Stati la crisi si traduce nella necessità di restaurare una situazione di credibilità,

¹² A questo proposito, cfr. il volume di G.K. Shaw, *Aspettative razionali. Una esposizione elementare*, ISDN 9788813168780, trad. di M.G. Legrenzi, edito da Cedam, Padova 1990.

¹³ Queste idee sono state esposte già nel 1987 dal noto finanziere George Soros, nel suo libro *The Alchemy of Finance – reading the mind of the markets* – ed. John Wiley and Sons, London (UK) 1987. Come tutti ricordiamo bene, il suo nome era ignoto al grande pubblico fino agli eventi del settembre 1992, quando le posizioni prese dai suoi «*hedge funds*» determinarono la crisi del sistema monetario europeo e la rapida uscita della lira italiana e della sterlina inglese dal sistema. Soros aveva scommesso sul fatto che il mercato credesse che le autorità di quei due Paesi non potessero «difendere» le parità ufficiali della loro valuta, che non erano sostenibili nei fondamentali economici. Nonostante gli sforzi delle due banche centrali e i proclami di governatori di statua storica, come l'italiano Carlo A. Ciampi, in pochi giorni i mercati determinarono la sconfitta delle autorità. Era forse il primo caso nella Storia, o almeno il primo di tale rilevanza, in cui una serie di iniziative di operatori speculativi privati riusciva a imporre alle autorità pubbliche e ai governi dei Paesi Occidentali di abbandonare una linea di politica economica dichiarata ufficialmente e sostenuta con azioni concrete. Per la prima volta fu palese che la «credibilità» delle istituzioni, anche le più significative, aveva un limite.

con iniziative risolutive, che, nell'attuale sistema monetario mondiale, spesso assumono la forma di un «programma» del Fondo Monetario Internazionale, con una almeno parziale e temporanea limitazione della sovranità di quel Paese. Quindi, anche qui è – e, certo, non è solo – una questione di fiducia. Non lontana dalla fiducia che i correntisti hanno (o meno) nella loro banca, con la differenza che qui parliamo di banche centrali e di Stati.

Infatti, la «crisi di fiducia» ha conseguenze importanti e immediate (che possono spiegare il perché della necessità del «programma»): se l'insieme dei comportamenti degli attori sui mercati denoterà una totale assenza di fiducia, quel Paese (e, forse, anche i suoi cittadini) difficilmente potranno avere accesso al credito internazionale, e, senza di esso, non avranno disponibilità di valute necessarie per comprare beni prodotti in altri Paesi. Infatti, l'eventuale creditore osserverà che un Paese in *deficit* commerciale strutturale e senza una valuta convertibile non sarà probabilmente in grado di ripagarlo (non avrà modo di avere una valuta per farlo, e in quelle condizioni non avrà accesso al credito facilmente). Il che alimenterà ulteriormente un circolo vizioso. Infatti, verso quel Paese si esporterà sempre meno (non vi sarebbero mezzi per i pagamenti) e, alla fine, il suo sistema economico e i suoi cittadini saranno sempre più poveri.

Sembra banale, ma è il parallelo della descrizione di un fallimento bancario. Anche qui, la gran parte delle conseguenze si avverano per un avvitamento di percezioni crescenti di sfiducia, come la fila allo sportello prima che la banca fallisca. Quasi paradossalmente, se tutti pensassero che la situazione è sostenibile, anche un Paese con «fondamentali» deboli resterebbe integrato nei mercati e la sua valuta convertibile, perché si continuerebbe a fargli credito: esattamente quello che accade nel rapporto tra clientela e istituzione bancaria.

Ma, nel caso di uno Stato, vi sarà anche un'ultima, grave, conseguenza: i beni in quel Paese, denominati in una valuta debole e non convertibile, perderanno di «valore relativo». In pratica (e questo indipendentemente dalla situazione legale – assumiamo pure che vi siano tutte le tutele legali per la proprietà), il valore di mercato (in valuta «forte» ad esempio) di un bene in

un Paese siffatto sarà proporzionalmente molto inferiore allo stesso bene o a un bene simile se valorizzato in un Paese ricco.

Questo potrà sembrare strano, ma non lo è: è intuitivo il famoso esempio del prezzo degli hamburger di una nota catena americana indicatore del reale potere di acquisto a seconda del Paese dove esso viene acquistato.

Ora, immaginiamo che questo si riferisca a grandi immobili o a estensioni di terra: questo vorrebbe dire che la ricchezza intera di un Paese è valorizzata di meno, proporzionalmente, se il suo sistema e la sua valuta sono deboli. E, infatti, l'investitore estero che comprasse un bene importante è consapevole di avere facilità a farlo se usa, ad esempio, i dollari americani per il suo affare (ad esempio il comprare un palazzo) in un Paese con una valuta debole. Ma il giorno che volesse vendere quel bene, egli non potrebbe facilmente prevedere quale sarà il prezzo del dollaro, magari molto penalizzante, o se un acquirente potrà procurarsi dei dollari laggiù, né se sarà possibile convertire la valuta. Quindi sconterà il prezzo del bene di questa incertezza. E questo vale per tutte le transazioni in generale in tale situazione, con una chiara conseguenza non solo sui prezzi, ma sui valori reali di tutti i beni in un Paese con valuta «debole».

Tutto questo può avere varie motivazioni (incluso gli aspetti legali, geopolitici e altro), ma, alla fine, si tratta di una sfiducia generalizzata nella valuta nazionale, nella banca centrale e nel sistema Paese. Al contrario, se si è in un Paese «ricco» si genera un circolo virtuoso parallelo e crescente, e quel Paese attrarrà ricchezza.

In pratica, per fare un esempio dei due casi, immaginiamo un individuo di un Paese «debole» che detiene, ad esempio, dei dollari: egli preferisce continuare a detenerli (anche all'estero) che convertirli in valuta locale. Qual è il motivo di una tale scelta? Semplicemente l'operatore è convinto che con i dollari potrà facilmente accedere ad ogni tipo di bene sul mercato o convertirli in altre valute, mentre pensa che la valuta del suo Paese non gli consentirà facilmente nessuna delle due cose. E, infatti, solo nei Paesi ricchi, quelli con valute forti e convertibili, c'è un vero mercato finanziario, che include anche capitali stranieri che ritengono – forse a torto, forse a ragione – di poter essere

velocemente e prontamente liquidati in caso di necessità da posizioni e investimenti in quei Paesi e nelle loro valute.

Alla fine, il divario tra Paesi in grado di avere un mercato di capitali e quelli esclusi da questo circuito si amplierà enormemente, con i primi in grado di polarizzare la ricchezza e i secondi, invece, impoveriti. Non tanto, e non solo, per una responsabilità di quei governi, ma anche perché i loro stessi cittadini cercheranno di salvare i loro propri capitali investendoli o detenendoli all'estero e la loro valuta, l'unità di conto per valorizzare i beni reali nazionali, non essendo più convertibile o accettata, penalizzerà la valutazione dei beni di quei Paesi, rendendola irrisoria rispetto a quella dei Paesi ricchi.

Tutto questo potrebbe contribuire a spiegare perché un appartamento in un Paese avanzato può valere più di un palazzo in un Paese emergente (questo, naturalmente, se le tutele legali laggiù ne consentano l'acquisto e siano equipollenti nei due Paesi. Tuttavia, assumendolo, il paragone rende bene le ragioni puramente economiche). In realtà questo comportamento si autoalimenta (se tutti gli operatori di quel Paese lo pensano, nessuno vorrà la valuta nazionale ed essa varrà sempre di meno). Ma è anche sintomo di una peculiarità del mercato che «legge il futuro» nella sostanza delle aspettative¹⁴.

3. Alcune considerazioni

Tornando al tempo presente, ci pare evidente che la moneta si sta trasformando, ovvero stia sempre più assumendo una prevalente funzione di «unità di conto» e di «mezzo di pagamento» a scapito di quella di «riserva di valore». Tuttavia, questo sta accadendo in modo incontrollato e non per scelta dei regolatori e dei governi.

Paradossalmente, mentre anche le valute più forti oramai non sono detenute a solo scopo di preservare il risparmio – e questo a causa dei rischi da inflazione – abbiamo assistito nel periodo 2019-2022 alla nascita e rapida crescita di un mercato glo-

¹⁴ Anche qui, cfr. il volume di G.K. Shaw, *op. cit.*

bale per alcune «criptovalute»¹⁵ che sono state oggetto di acquisti finalizzati a investimenti e attese di profitto speculativo.

La «bolla digitale» ha, però, anche dimostrato che alcune funzioni in precedenza intrinseche alla moneta oggi non trovano più nella detenzione della moneta legale una piena soddisfazione.

Se, fino ad oggi, poteva sembrare che quest'ultima stesse solo evolvendo verso un ribilanciamento del suo ruolo (appunto l'unità di conto e mezzo di pagamento come ruolo prevalente), quello che sta accadendo negli ultimi anni sui mercati, e la possibile risposta delle banche centrali, ovvero le valute digitali ufficiali («CBDCs»¹⁶) sta dimostrando che il concetto stesso di moneta è cambiato.

Ma in una cosa c'è continuità: anche oggi la moneta è, più che mai, dove è la fiducia dei suoi detentori¹⁷. E, sorprendentemente, oggi non sono più gli Stati i garanti finali del sistema (o, almeno, non sono i soli e non sono sufficienti a garantirne la credibilità)¹⁸.

Non è detto che le cose davvero cambieranno sui mercati monetari in futuro, e, ad esempio, che il ruolo del dollaro possa essere ridimensionato (è uno degli scenari della corsa alla *leadership* valutaria tra Stati Uniti e Cina, ma, al momento, sem-

¹⁵ Le «criptovalute» come BitCoin, Heterium e altre simili, non sono «moneta», legalmente parlando, data l'assenza di una banca centrale e di valore legale.

¹⁶ L'acronimo «CBDCs» indica le «Central Bank Digital Currencies» o valute digitali di banca centrale. Esse per definizione non sono altro che «forme» diverse delle valute esistenti (un dollaro, un euro rimangono tali, solamente – e non è ancora ben definito in che perimetro – acquisirebbero nuove funzioni e si trasformerebbero in moneta puramente digitale).

¹⁷ Sono interessanti le considerazioni della Capo economista del Fondo Monetario Internazionale, G. Gopinath, nell'articolo *Digital currencies will not displace the dominant dollar*, pubblicato sul «Financial Times» del 7 gennaio 2020.

¹⁸ Questo è ben dimostrato non solo proprio dalla bolla delle valute digitali degli ultimi anni, ma anche dalla ricerca di nuove forme, non bancarie, di regolamento dei propri impegni finanziari, con un trend che sembra acuirsi anziché ridursi in una situazione di tensione geopolitica come quella esplosa nel 2022-23.

brerebbe una eventualità remota). Essendo scenari di lungo periodo è difficile fare considerazioni e previsioni.

Però, ciò che vediamo è anche il segnale di un *trend* evidente a tutti, che porterà nel tempo a un'evoluzione del ruolo della moneta e del denaro. Moneta che sarà sempre più immateriale e, quindi, slegata da quello che poteva essere in passato il garante pubblico finale (lo Stato che la emette)¹⁹.

Questo perché la «fiducia» negli Stati, come nelle istituzioni, e anche nella stessa Unione europea o nelle Nazioni Unite (enti molto diversi naturalmente) è oggi molto minore. Tanto da costringere il Fondo Monetario Internazionale a lanciare (2023) programmi come l'UniCoin, non tanto perché vi sia convinzione su di un successo dello strumento, ma perché quell'istituzione vuole mantenere il controllo del suo «spazio» e del suo ruolo²⁰. Perché uno degli effetti collaterali della rivoluzione strisciante determinata dalla crisi di fiducia nel denaro e nel sistema economico è la possibile nascita di alternative²¹ e anche le conseguenti necessità di ridisegnare l'architettura finanziaria nata a Bretton Woods nel 1944²².

Ma se la fiducia nello strumento monetario è, davvero, così importante, cosa dovremmo concluderne? Intanto, dovremmo renderci conto che la ricchezza dei Paesi oggi considerati avanzati è molto legata al fatto che le loro monete (l'euro e il dollaro americano *in primis*) continuino a restare al centro del sistema.

Quindi, è anche evidente che la guerra «non combattuta» che si sta verificando ormai da qualche anno nel sistema economico mondiale vede la chiara preferenza delle potenze

¹⁹ Cfr. Oliver Wyman Forum, AWS: *Retail Central Bank, Digital Currency: From Vision to Design - A framework to align policy objectives and technology design choices*, marzo 2022, p. 9.

²⁰ Sul ruolo del Fmi, è sempre interessante richiamare Keynes (*Proposals for an International Clearing Union*, in K. Horsefield et al., *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. 1. Chronicle, International Monetary Fund, Washington DC., 1965).

²¹ Oggi, per la verità, non se ne vedono ancora in grado di determinare una rivoluzione nel sistema, ma non si può escludere un domani.

²² Cfr. J.M. Keynes, *The Collected Writings*, vol. 26, Activities, 1941-46: «*Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*», London (UK), Macmillan ed., ristampa 1980.

emergenti (in testa la Cina), e dei Paesi più arretrati, per un nuovo sistema multipolare che, però, non può essere accettato facilmente dagli Occidentali: un nuovo sistema post-Bretton Woods, sganciato dalle valute attualmente più forti, ne ridimensionerebbe ruolo e valore: nel tempo, ciò determinerebbe un sistema di commerci non più regolato prevalentemente in dollari e la fine del primato delle valute dei Paesi Occidentali, con la conseguenza pratica di una graduale riduzione del divario di ricchezza tra i vari Paesi del Mondo, nella pratica a svantaggio dei Paesi Occidentali e a vantaggio di quelli emergenti.

Sembra un paradosso, ma ciò che più di tutto rappresenta la ricchezza oggi è l'insieme immateriale di aspettative e diritti (l'idea che con una certa valuta si sarà sempre in grado di acquistare beni o convertirla in altre valute convertibili) legato alla nostra fiducia nel sistema economico in cui ci troviamo.

E in un futuro che ormai sembra sempre più prossimo, più questo sistema sarà transazionale e «privatizzato», più sarà difficile localizzare geograficamente la ricchezza, con evidente pregiudizio del ruolo degli Stati e della politica, ma anche «ribilanciando» i valori espressi dalle unità di conto più affidabili, in particolare valorizzando maggiormente *asset* immateriali e facilmente trasferibili rispetto a beni reali e concreti (ad esempio gli immobili).

Ma, soprattutto, dato che la moneta resta lo strumento (unità di conto) per determinare i valori, se essa non è più collegata a dei sistemi statali, e, in particolare, alle economie di mercato dei Paesi democratici Occidentali, l'effetto implicito di un sistema monetario decentralizzato o, comunque, di una nuova «Bretton Woods» che ponga una sorta di nuovo «*Bancor*» al centro, determinerebbe non solamente una differenza sostanziale nel modo con cui i commerci internazionali si regolano (la valuta di regolamento), ma anche una probabile riduzione della forbice dei valori dei beni reali detenuti nelle varie aree del mondo.

In pratica, senza che noi ne siamo completamente coscienti, di fatto l'utilizzo di valute come il dollaro o l'euro nei Paesi Occidentali determina anche il desiderio del resto del mondo di

detenere tali valute e si traduce in un apprezzamento generale del valore dei beni nelle economie più forti.

E non è solo una questione di aspetti legali e titoli di proprietà. Non sfugge, come già accennato a titolo di esempio, che, per ipotesi, un medio appartamento nel centro di una grande città europea valga di più di un bel palazzo in una grande città di un Paese emergente. Ma questo non è solo una questione di prezzi relativi (le «PPP» delle valutazioni del Fondo Monetario Internazionale dovrebbero poter dare un'indicazione più accurata dei reali «poteri d'acquisto» a prezzi locali), ma anche la dimostrazione che un insieme di considerazioni immateriali associate all'uso di una valuta «forte» e convertibile rende preferibile ciò che è denominato in tale valuta rispetto a beni denominati in valute deboli (per varie ragioni)²³.

Se immaginassimo che il sistema internazionale non faccia più differenza tra valute deboli e forti²⁴, perché i pagamenti internazionali fossero regolati prevalentemente con una sorta di nuovo «*bancor*», magari digitale, l'effetto (involontario?) sarà quello di annullare il vantaggio implicito²⁵ che l'area economica con la valuta «forte» aveva prima dell'introduzione del nuovo sistema²⁶.

In questi anni noi stiamo assistendo a una serie di evoluzioni che sembrano mettere in dubbio il vecchio sistema «Bretton

²³ Per riprendere l'esempio già citato, è assai probabile che il cittadino del Paese emergente preferisca detenere o acquistare un bene in un Paese che percepisce come più stabile (con una valuta più «forte») per salvaguardare il suo capitale. E questo provocherà, come comportamento aggregato, un divario sempre maggiore tra i due Paesi. E peggiorerà la situazione della valuta più «debole» a vantaggio di quella più «forte».

²⁴ Cfr. R. Masera, *Old and New Risks: Challenges Ahead*, Enel Risk Academy, Roma, 9 novembre 2021.

²⁵ E, in pratica, questo vorrà dire che il cittadino del Paese «debole» non vorrà necessariamente più detenere asset nel Paese «forte» perché potrà salvaguardare il suo capitale detenendo dei «nuovi *bancor*». Quindi, alla fine, la forbice del valore dei beni nelle due aree probabilmente si restringerà (salve le altre cause di differenza, naturalmente) e questo ridurrà la ricchezza dei Paesi «forti» e, forse, aumenterà quella dei Paesi «deboli».

²⁶ Cfr. A. Arcelli, R. Masera, G. Tria, «Da Versailles a Bretton Woods: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile», in «Moneta e Credito», Roma, dicembre 2021.

Woods», così come esso è stato ridefinito dopo l'agosto del 1971²⁷, e, in particolare la centralità del dollaro Usa e delle valute dei Paesi Occidentali, euro in primis.

Oggi il primato del dollaro come valuta per regolare i commerci internazionali non è in discussione, e quanto non è regolato in dollari lo è largamente in euro²⁸. Ma se in un domani si trovasse un nuovo sistema per regolare i pagamenti lo scenario cambierebbe sostanzialmente²⁹.

Dato però quanto rischia l'Occidente in questo scenario, il fatto che il dollaro venga di fatto «*weaponized*»³⁰ dagli americani può sembrare un approccio rischioso, ma, dato che è nell'interesse di tutto l'Occidente che esso resti centrale, ogni alternativa che ne riduca il ruolo è per i Paesi avanzati assai rischiosa. E questo costringe tali Paesi, tutti, a seguire gli Usa nella loro politica, con ben poco margine per alternative.

Cosa potrebbe essere uno scenario futuro? A breve sembra difficile immaginare alternative, ma, se emergesse un nuovo sistema parallelo al dollaro, certo esso avrebbe un grande impatto sulla redistribuzione della ricchezza nel mondo. Oggi sembra improbabile immaginare un sistema alternativo credibilmente promosso da alcuni Stati. E ciò che è la cosa più interessante è proprio la necessità di utilizzare il termine «credibilmente». Sembra un paradosso, ma le cosiddette «criptovalute» hanno dimostrato (almeno per un periodo, salvo poi dimostrare anche i limiti dell'assenza di un regolatore centrale a loro sostegno) di poter attrarre assai più fiducia di ogni alternativa valutaria che sia oggi sostenuta da Stati.

²⁷ Cfr. M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen, *A retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, University of Chicago Press, Chicago (IL), Usa, 1993.

²⁸ Cfr. come referenza le tesi di P.S. Pollard in *The Creation of the Euro and the role of the Dollar in International Markets*, papers of The Federal Reserve Bank of St. Louis, Usa, 2001.

²⁹ Cfr. anche A. Greenspan, *Hearing, House Oversight Committee*, Us Congress, Proceedings, 23 ottobre 2008.

³⁰ Cfr. H. Farrell e A.L. Newman, *Weaponized Interdependence. How Global Economic Networks Shape State Coercion*, International Security, vol. 44, n. 1., 2019.

E questo dato di fatto ci dimostra che in un sistema crescentemente immateriale e legato alla fiducia, non è più il sistema legale e politico ciò che determina l'accettabilità di una valuta. Perché il fatto di accettare o meno di essere pagati con un certo tipo di valuta o di bene (le criptovalute sono di fatto beni/*commodities* e non monete in senso stretto) è una scelta personale e non un'imposizione legale.

Non dimentichiamoci che i comportamenti determinati dalle preferenze economiche (l'esempio dei cittadini del Paese con una valuta «debole») non sempre raggiungono risultati ottimali per tutti e per il sistema. E oggi non vi è una facile alternativa per ammortizzare eventuali divergenze, perché il mondo è diviso e competitivo e le decisioni degli Stati (orientati al proprio interesse) sono lontani da quelli di partner a un tavolo alla ricerca della soluzione ottimale per tutti, e, se mai, assai più simili al comportamento dei clienti di fronte alla filiale di una banca in crisi...

Quindi, il futuro del sistema economico, sempre di più, sarà legato alla fiducia che i sistemi di pagamento che utilizzeremo sapranno conquistarsi sul mercato. Al momento non si vedono vere alternative al dollaro e alle valute comunque legate al sistema dei Paesi Occidentali. E questo implica anche che, implicitamente, la ricchezza mondiale continuerà a essere di fatto «attratta» verso i Paesi ricchi, proprio per l'aggregato dei comportamenti individuali dei singoli detentori di beni e valute.

4. Conclusioni

Cosa potrebbe mettere in crisi questo sistema? Probabilmente un crescente «*decoupling*» dell'economia³¹ e una spaccatura tra il sistema Occidentale e la Cina e i Paesi emergenti creerà una tensione importante e, in prospettiva, potrebbe causare una crisi del ruolo centrale del dollaro. Oggi non sembra

³¹ Cfr. A.F. Arcelli e G. Tria, *Time to reset?*, in «World Commerce Review», 2Q 2021, disponibile all'indirizzo: https://www.worldcommercereview.com/publications/article_pdf/1966.

rebbe probabile, ma ora più che mai prima nella Storia è una questione di fiducia più che di elementi reali.

Cosa accadrebbe se, a un certo punto, la fiducia venisse meno e il comportamento dei mercati fosse simile a quello dei correntisti di una banca in crisi? Sembra uno scenario impossibile, ma se accadesse tutto cambierebbe. Probabilmente il fatto di riportare al centro del sistema economico e monetario dei principi etici potrebbe sortire un effetto importante almeno, ovvero ridefinire l'idea stessa di fiducia nel sistema finanziario.

Oggi noi, infatti, possiamo agevolmente intuire gli effetti perversi dei meccanismi monetari. E, a seconda di dove siamo nel mondo – quindi probabilmente se ci trovassimo tutti nel caso del famoso esempio del «velo di ignoranza» di Rawls³² non è detto che il sistema monetario attuale sarebbe il preferito dalla maggioranza del genere umano – possiamo valutare che tale sistema ci sia conveniente o meno. Ma non è certamente sulla base di considerazioni etiche.

In teoria, tutti noi in Occidente siamo a conoscenza dei vantaggi che ci comporta il fatto di vivere in un'area ricca del mondo, cosa che sembra evidente a tutti, ma siamo molto meno disposti a prendere coscienza del fatto che il sistema economico dove viviamo dovrebbe evolvere per assicurare la sua stessa sopravvivenza e sostenibilità.

Questo non accade, e non solo perché in un sistema così complesso non sono solo le scelte delle istituzioni pubbliche o democratiche a determinare il corso degli eventi economici. Piuttosto, sono spesso le regole del mercato a influire sulla volontà e sulle preferenze degli stessi cittadini (in effetti, il noto economista John Kenneth Galbraith³³, sosteneva che il capitalismo è l'unico sistema dove tutti hanno qualcosa da perdere, perciò il più stabile), a volte con effetti subottimali, come il genera-

³² Cfr. J.B. Rawls, *Una teoria della giustizia* (ed. orig. 1971), Feltrinelli, Milano 2008.

³³ Cfr. J.K. Galbraith, *The Affluent Society* (ed. orig. 1958), trad. it. di Giorgio Badiali e Sergio Cotta, *Economia e benessere*, Ed. di Comunità, Milano 1959; poi come *La società opulenta*, *ivi*, 1963²; Boringhieri, Torino 1969.

lizzato guardare in priorità al breve periodo, a scapito di scelte di prospettiva.

Paradossalmente il sistema attuale è suscettibile di influenze (in particolare, certo, quelle dei sistemi economici più «forti») ma non esiste un modo per determinarne in modo certo gli sviluppi (nemmeno in sedi come il G7 o il Fmi). È forse proprio la fine del primato della politica e il crescente ruolo dell'economia ad avere, invece, determinato, più di ogni altra cosa, la Storia per come la stiamo vivendo e la abbiamo vissuta negli ultimi 50 anni.

Il ritorno a forti basi etiche nei valori fondanti la società civile, specie nei Paesi che si definiscono democrazie liberali, è forse l'unico modo per emergere da una crescente incertezza che, gradualmente, sta evolvendo in un apparente ordine multipolare ma, in pratica, lascia molti quesiti su quello che siano i futuri possibili. Questo però non può essere un semplice proclama, ma necessita di una riflessione che vada al di là di un semplice dibattito su economia, etica ed equilibri geopolitici.

FACOLTÀ DI ECONOMIA E GIURISPRUDENZA
CORSO DI POLITICA ECONOMICA AVANZATA – LAUREA IN GESTIONE D'AZIENDA
CORSO DI ECONOMIC POLICY – LAUREA IN ECONOMIA AZIENDALE
CENTRO STUDI DI POLITICA ECONOMICA E MONETARIA "MARIO ARCELLI"

XX LEZIONE MARIO ARCELLI

Sostenibilità finanziaria, sostenibilità climatica: il ruolo dei processi decisionali

Dott. Daniele FRANCO
Già Ministro della Repubblica e Direttore Generale Banca d'Italia

Introducono

Anna Maria FELLEGARA, Preside della Facoltà di Economia e Giurisprudenza
Katia TARASCONI, Sindaco di Piacenza

Concludono

Angelo Federico ARCELLI, Università Cattolica e Università G. Marconi
Francesco TIMPANO, Direttore del CeSPEM, Università Cattolica

Lezione magistrale

Martedì 5 marzo 2024
Centro Congressi Sala Piana
ore 9,30-11,30
Via Emilia Parmense, 84 - Piacenza

Per informazioni
cespem@unicatt.it

CEMA
CENTRO STUDI
MARIO ARCELLI

CeSPEM
CENTRO STUDI
POLITICO ECONOMICI
E MONETARI



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Le lezioni Mario Arcelli organizzate dal CeSPEM Mario Arcelli

1. 4 marzo 2005 - On. Dr. Alberto Carzaniga, già Sottosegretario di Stato al Bilancio, “L’esperienza di governo con Mario Arcelli”
2. 3 marzo 2006 - Dr. Gerlando Genuardi, vicepresidente della Banca europea per gli Investimenti, “Sviluppo locale e intervento europeo”
3. 12 aprile 2007 - Prof. Peter Hammond, Stanford University, “Intergenerational Public Finance in the Global Economy”; e 13 aprile 2007 (2ª lezione) - On. Prof. Antonio Marzano, già ministro per le Attività Produttive e presidente del CNEL, “La globalizzazione, l’Italia e l’Europa”
4. 29 febbraio 2008 - Sen. Prof. Mario Baldassarri, già ministro delegato per l’Economia e le Finanze “The World Economy toward Global Disequilibrium”
5. 6 marzo 2009 - Prof. Paolo Savona, già ministro per l’Industria: “Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime”
6. 5 marzo 2010 - Prof. Pierluigi Ciocca, già vice-direttore generale e membro del direttorio della Banca d’Italia: “L’impresa, lo stato e il ristagno dell’economia”
7. 4 marzo 2011 - Prof. Antonio Pedone, ordinario di economia “Le prospettive del debito pubblico in Europa”
8. 2 marzo 2012 - Prof. Romano Prodi, Brown University e China Europe International Business School, già presidente del Consiglio dei Ministri e presidente della Commissione Europea
9. 1 marzo 2013 - Prof. Mario Sarcinelli, già ministro per il Commercio Estero e direttore generale del Tesoro “L’unione bancaria europea: è sufficiente per stabilizzare l’Eurozona?”
10. 6 marzo 2014 - Prof. Enrico Giovannini, ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali “Condizione giovanile e benessere della società: quali prospettive per l’Italia?”
11. 2 marzo 2015 - Prof. Rainer Masera, già ministro del Bilancio e della Programmazione Economica “Macroprudential policy as a reference for economic policies: an analysis for the euro area” e Keynote Speech del CEO di Unicredit, Dr Federico Ghizzoni “L’Unione Bancaria: un primo bilancio”.
12. 3 marzo 2016 - Prof. Paolo Guerrieri, Senatore della Repubblica e ordinario di Economia all’Università La Sapienza di Roma “Crescita, governance e nuovi equilibri dell’economia mondiale” e Keynote Speech “Regolazione e Supervisione del sistema finanziario europeo: problemi e prospettive” di Alessandro Profumo, presidente Equita SIM.
13. 12 aprile 2017 - Prof. Fabrizio Saccomanni già ministro dell’Economia e delle Finanze, “Una nuova *governance* per l’economia europea”, Senior Fellow, Luiss School of European Political Economy, Visiting Professor, Sciences Po, Parigi.

14. 23 aprile 2018 - On. Prof. Giorgio La Malfa, già ministro del Bilancio e degli Affari Europei lezione “Genesi e attualità della Teoria Generale di J.M. Keynes”.
15. 2 aprile 2019 - Prof. Carlo Cottarelli, professore presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore; già Presidente del Consiglio incaricato, “Perché l’Italia non cresce?”.
16. 29 settembre 2020 - Prof. Giovanni Tria, professore emerito presso l’Università Roma 2 “Tor Vergata”; già Ministro dell’Economia e delle Finanze “L’evoluzione del sistema valutario internazionale. Euro, dollaro, yuan e valute digitali”.
17. 29 settembre 2021 - Prof. Domenico Siniscalco, già ministro dell’Economia e delle Finanze e già Direttore Generale del Tesoro, “L’Economia Politica della Pandemia”.
18. 4 aprile 2022 - Prof. Moavero Milanese, professore di diritto dell’Unione Europea al College of Europe e alla LUISS Guido Carli; già Ministro degli Affari Esteri e per la Cooperazione Internazionale e Ministro per gli Affari Europei, “Le prospettive dell’Unione europea: i profili chiave e i nodi da sciogliere”.
19. 1 marzo 2023 - Prof. Pier Carlo Padoan, presidente Unicredit e già Ministro per l’Economia e le Finanze, “NextGenEU: un motore di crescita per l’Europa?”.
20. 5 marzo 2024 - dott. Daniele Franco, già ministro dell’economia e delle finanze, “Sostenibilità finanziaria, sostenibilità climatica: il ruolo dei processi decisionali”.

STAMPATO IN ITALIA
nel mese di giugno 2024
da Rubbettino print per conto di Rubbettino Editore srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)
www.rubbettinoprint.it