

(I COMMENTI)

I troppi paradossi di Bruxelles e Francoforte

Rainer Masera

Dopo la crisi del 2008 il confronto dell'Eurozona con gli Stati Uniti in termini di crescita del prodotto, domanda interna, produttività totale e occupazione è fortemente negativo. Anche i dati del credito e dell'inflazione mostrano le difficoltà di raggiungere nell'Eurozona gli obiettivi desiderati. È il momento di avviare un'aperta discussione sull'insieme delle politiche economi-

che dell'Unione Economica e Monetaria (Uem). Gli obiettivi restano validi: bassa inflazione, stabilità finanziaria, risanamento fiscale, mercati aperti, crescita condivisa, elevata occupazione, innovazione, migliori infrastrutture e crescita sostenuta. Occorre viceversa riconsiderare alcuni cardini delle politiche economiche e della governance istituzionale dell'Uem. Il punto di partenza sta nel paradosso dell'inflazione e nel modus operandi della

politica monetaria e dei collegamenti con le altre politiche. La Bce è stata costruita sul modello Bundesbank nell'assunto che esistesse una solida relazione tra base monetaria, moneta e credito e prezzi. Ma almeno dal 2008 queste relazioni si sono spezzate: gli impulsi sull'attivo della Bce, gli stessi tassi d'interesse negativi non innescano la crescita della moneta, non sostengono l'inflazione sui tassi desiderati (intorno al 2%).

segue a pagina 10

I tre paradossi di Bruxelles e Francoforte

Rainer Masera

segue dalla prima

Si sono incrinati i moltiplicatori del credito e della moneta. È proprio il modello di spiegazione dell'inflazione che deve esser riesaminato: le indicazioni offerte da Sylos Labini all'avvio della Bce nel contesto dell'economia globale aperta andrebbero riprese in esame. Contribuisce al paradosso dell'inflazione il meccanismo della liquidità: la Bce non riesce a "push on a string". L'enorme creazione di liquidità di base non alimenta flussi creditizi capillari, non spinge redditi e prezzi, può innescare bolle speculative, ha effetti perversi sulla redditività delle banche e quindi sulla loro capacità di far ricorso al mercato dei capitali. Dalla stessa Bri è emersa la preoccupazione sulla perdita di fiducia nelle politiche monetarie per sostenere, da sole, crescita e inflazione. I margini di manovra per la Bce dopo il QE 3 di giovedì scorso appaiono esauriti, anche se bene ha fatto Draghi a cercare di reinintermediare le banche.

Si propone il paradosso del risparmio, spesso scartato perché "keynesiano". Ma negli Stati Uniti ha viceversa plasmato in forme moderne e avanzate l'intreccio delle politiche fiscali, monetarie e creditizie. Proprio nell'Uem si è raccolta ampia evidenza sul fatto che il tentativo accelerato e generalizzato di spingere tutti gli operatori, privati e pubblici, in tutta l'area a risparmiare di più ha di fatto sospinto verso minor risparmio e minori investimenti. Il piano Juncker tenta di porre riparo, ma ha dimensioni molto più ridotte che negli Stati Uniti, si scontra con i vincoli di finanza pubblica che non riconoscono il ruolo propulsivo e creativo di migliori dotazioni infrastrutturali da realizzare con attempta verifica di costi e redditività.

La contropartita in termini di stock è il paradosso della leva. Una leva finanziaria eccessiva è pericolosa e deve essere riassorbita. Ma una riduzione sostenibile e virtuosa richiede attenta considerazione dei problemi di aggregazione. Se tutti gli operatori, i settori e le banche cercano simultaneamente di fare deleveraging il risultato può essere un circolo vizioso, con vendite di asset a prezzi troppo bassi e riduzione della ricchezza netta. Il problema è acuto per le banche, spinge alla rapida e forzata cessione di crediti non-performing: si può manifestare un fallimento del mercato. Negli Stati Uniti la Yellen ha ampiamente elaborato queste tesi (che sono peraltro anche state proposte all'interno della Bce): su queste basi il Tesoro e la Fed hanno condiviso un insieme di significativi interventi per la cartolarizzazione con garanzie di prestiti non-performing e in bonis delle banche, che ha fornito un contributo essenziale alla ripresa del credito.

Si manifesta infine nell'Uem il paradosso del capitale (e della crescente regolazione che oggi investe anche i meccanismi di risoluzione delle banche e di assicurazione dei depositi, come ben noto in Italia). Dopo la crisi era fondamentale sospingere le banche verso livelli di capitalizzazione (con capitale di qualità) adeguati. Ma occorre dosare opportunamente le considerazioni microprudenziali con quelle macroprudenziali, a livello di sistema. Se si eccede, come sta avvenendo in Europa, con i vincoli micro si determina un circolo vizioso: meno credito ha un effetto perverso sull'attività economica e sulle imprese e quindi sullo stesso fabbisogno di capitale. Sono considerazioni elaborate - ma non ascoltate - proprio a Basilea. Il paradigma macroprudenziale mostra la possibilità che azioni opportune nella prospettiva delle singole banche abbiano effetti sistemici e sulla stessa politica mone-

taria indesiderati e indesiderabili. Occorre oggi che la Commissione Europea e la seconda torre di Francoforte non disfino la notte quello che la prima torre tesse di giorno!

I punti qui sommariamente delineati devono essere considerati anche con riferimento a un diverso ruolo dell'Uem nel contribuire al riesame dell'architettura finanziaria internazionale e dei cambi. La filigrana delle politiche macroprudenziali che assegnano preminenza alla prevenzione di rischi sistemici, che riconoscono la possibilità di fallacie di composizione, che sottolineano gli intrecci tra le diverse politiche e le possibili sinergie e allergie, deve essere la chiave per la rivisitazione critica delle politiche economiche dell'Uem. Comunque occorre rimuovere il vantaggio fiscale del debito rispetto al capitale nella finanza d'impresa che ha effetti distorsivi e di rischio sistemico esaltati dai tassi di interesse negativi.

Il problema sta infine nel riesaminare le regole di governance. Occorre procedere verso l'unione economica, quella finanziaria (moneta, banche, mercati dei capitali), quella fiscale e infine la stessa unione politica. L'unione monetaria è un esperimento unico di una singola moneta senza uno stato. Al riguardo è necessario riaffermare la visione strategica a suo tempo espressa dal Presidente Mitterand e dal Cancelliere Kohl. Nel 1990 essi scrivevano alla Presidenza irlandese che l'Uem avrebbe dovuto essere contestualmente completata dall'Unione politica. In particolare, in un allora famoso e applaudito (adesso dimenticato) discorso al Bundestag del 1991 Kohl affermò: "l'Unione politica è la controparte indispensabile dell'Uem.... La storia ci insegna che l'idea di sostenere nel tempo un'unione economica e monetaria senza unione politica è una falsità".

© RIPRODUZIONE RISERVATA