

Autonomia alla BCE e politica fiscale europea: le chiavi della crescita comune

Un'analisi critica della *Politeia* del Ministro Paolo Savona

Paola Parravicini, Alessandro Graffi

1. A che punto è l'Europa?

La crescita economica europea appare inequivocabilmente limitata rispetto a quella delle altre economie occidentali. Secondo il Ministro per gli Affari Europei Paolo Savona¹, ciò è aggravato da sacche territoriali di elevata disoccupazione.

Senza dubbio finora le politiche europee volte a stimolare la crescita economica si sono concentrate sul lato dell'offerta. In particolare, sono state promosse riforme volte ad accrescere la competitività delle imprese, da un lato, attraverso un miglioramento dell'efficienza produttiva (aumentando la produttività e quindi riducendo i costi di produzione) e, da un altro lato, mirate ad un ammodernamento della "macchina amministrativa". L'ottica con la quale, per esempio, sono state implementate in Italia riforme e tentativi di riforma del mercato del lavoro, riducendo di fatto o tentando di ridurre le rigidità, vanno proprio in questa direzione.

Nella teoria economica manovre di questo tipo trovano ampia giustificazione e certo il contributo del Ministro Savona non le demonizza in quanto tali. L'osservazione del Ministro per gli Affari Europei mira, soprattutto, ad evidenziare la necessità di una complementarietà tra politiche di questo tipo, cosiddette "dell'offerta", con quelle che invece vengono comunemente, o meglio, keynesianamente, definite "della domanda".

A questo riguardo, Savona ribadisce l'importanza di una politica europea centralmente rivolta allo stimolo della domanda aggregata.

La letteratura economica definisce la domanda aggregata, ossia la domanda rivolta alla produzione interna lorda (il PIL) come la somma della spesa per i consumi e per gli investimenti in capitale fisico effettuata rispettivamente dalle famiglie e dalle imprese (il settore privato dell'economia). A queste componenti vanno poi aggiunte la spesa pubblica e le esportazioni al netto delle importazioni.

In che cosa si concretizzano le politiche per la crescita economica incentrate quindi sulla domanda aggregata? Come da manuale di economia, si dovrebbe fare ricorso a politiche fiscali e monetarie di tipo espansivo. Le prime si traducono principalmente in aumenti della spesa pubblica o in riduzioni

¹ http://www.politicheeuropee.gov.it/media/4295/per-uneuropa-piu-forte-e-piu-equa-2_versione-finale-impaginato.pdf

della pressione fiscale. Le seconde, invece, principalmente in una riduzione dei tassi d'interesse al fine di promuovere una maggiore spesa per investimenti.

Si dovrebbe quindi tutti concordare sulla necessità di procedere sia attraverso riforme, sia mediante manovre di politica fiscale e di politica monetaria per stimolare congiuntamente tanto l'offerta quanto la domanda, a livello europeo.

Il giudizio di Savona sugli esiti delle riforme è quella di un quantomeno parziale fallimento, imputabile, soprattutto per quanto attiene al caso Italia, ad una forte resistenza ad affrontare più convincenti riforme volte a modernizzare il sistema economico-produttivo e quello amministrativo.

A tutto ciò si aggiunge la considerazione relativa alla mancanza di una politica fiscale europea volta a promuovere l'interesse collettivo degli stati membri attraverso gli investimenti.

L'indice viene puntato sui risultati solo parziali ottenuti attraverso l'attività della Banca Europea degli Investimenti (BEI) e l'impiego dei Fondi Strutturali. Altresì limitati appaiono i risultati di piani europei per lo sviluppo in comune di infrastrutture cosiddette strategiche, che avrebbero potuto essere finanziate anche attraverso forme alternative come gli *Eurobond*².

Effettivamente, una più puntuale e strutturata politica europea per gli investimenti di interesse generale degli Stati membri non può che essere auspicabile. Infatti, quest'ultima potrebbe avviare un circolo moltiplicativo virtuoso sia stimolando la domanda sia incrementando efficienza e produttività nel sistema economico, agendo quindi dal lato dell'offerta.

Nei fatti non esiste una politica fiscale europea che, da sempre e nonostante l'integrazione monetaria avviata con gli accordi di Maastricht, è stata lasciata nella piena responsabilità degli Stati membri, pur nel rispetto dei due principali parametri fiscali. Proprio questi vincoli, che spesso si sono trasformati in obiettivi di "sopravvivenza", generando politiche fiscali restrittive, hanno comportato situazioni deflative della domanda aggregata³. Il riferimento di Savona è ai rapporti deficit/PIL e debito pubblico/PIL.

L'ulteriore inasprimento delle richieste imposte sui due parametri dalla disciplina del *Fiscal Compact* ha, infatti, finito col peggiorare ulteriormente la sostenibilità del debito pubblico da parte di paesi che, pur avendo aderito alla moneta unica, avevano maggiori difficoltà a rispettare quanto richiesto.

La situazione descritta dal Ministro Savona potrebbe essere riassunta con una metafora sportiva: è come se l'allenatore di una squadra di centometristi "zavorrasse" durante l'allenamento i suoi atleti più prestanti e quelli meno prestanti allo stesso modo, pur con l'obiettivo di migliorare le performance dell'intera squadra, stupendosi poi di ritrovarsi con gli atleti più gracili e quindi fragili

² *European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*, Commissione europea, 23 novembre 2011.

³ Martin Feldstein, *The euro and the stability pact*, in *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, 2005, pp. 421-426

in situazione ancora peggiore rispetto a quella di “pre-allenamento”. Un buon allenatore è colui, in realtà, che sa calibrare la preparazione atletica sulla base dei “fondamentali” fisici di ciascuno degli atleti che compongono la squadra.

L'altro aspetto considerato da Paolo Savona è quello, non meno importante, della politica monetaria. La creazione della BCE ha fatto sì che proprio ad essa venissero trasferite competenze e gestione di una (unica) politica monetaria europea. Alla BCE spetta infatti il compito di determinare la quantità di moneta circolante nel sistema economico degli Stati aderenti all'euro e di agire sui tassi d'interesse con l'obiettivo, di fatto unico, della stabilità dei prezzi.

La BCE è quindi paragonabile perfettamente per ruolo ed obiettivi, per esempio, alla “cugina” FED?

La risposta non può che essere negativa. La BCE non ha infatti la medesima autonomia né la possibilità di utilizzare tutti gli strumenti di politica monetaria che ha la FED.

Ma le due autorità monetarie non condividono perfettamente neanche gli obiettivi.

Se l'obiettivo primario, e pressoché unico, della BCE è, come si è già detto, quello di salvaguardare l'euro mantenendo la stabilità dei prezzi, solo in seconda istanza la BCE può sostenere politiche volte ad una crescita equilibrata e competitiva per i paesi membri. La FED ha, invece, come primo compito il raggiungimento del massimo impiego; essa ha quindi come obiettivo principale quello della piena occupazione, cui fa seguito la stabilità dei prezzi ed il mantenimento di tassi di interesse moderati nel lungo termine.

La diversità degli obiettivi, degli strumenti di politica monetaria e del grado di autonomia delle due diverse autorità monetarie si sono palesati con ripercussioni evidenti soprattutto nella gestione e nei tentativi di risoluzione della crisi finanziaria internazionale di questo secolo.

2. FED e BCE di fronte alla crisi finanziaria internazionale del 2006

All'indomani dello scoppio della crisi finanziaria alla fine del 2006, il governo statunitense è intervenuto con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei più grandi istituti di credito che si è realizzato seguendo un duplice canale: da un lato, sono state effettuate operazioni di nazionalizzazione e dall'altro, sono stati acquistati titoli privati. Nel biennio 2007-2009 il programma di acquisto di titoli cartolarizzati (TARP, Troubled Asset Relief Program⁴) è passato da 700 miliardi di dollari a 7700 miliardi di dollari, comportando un'immissione di liquidità sul

4. Emergency Economic Stabilization Act of 2008". Web.archive.org. Archived from the original on January 10, 2009. Retrieved November 4, 2013; Summary of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (Retrieved October 2, 2008)

mercato bancario da parte della FED, con tassi d'interesse in calo e prossimi allo zero, al fine di sostenere banche e compagnie assicurative.

Oltreoceano fino a metà settembre 2007, la BCE ha continuato la propria politica di innalzamento, seppur leggero, dei tassi d'interesse, sempre al fine di garantire il mantenimento del proprio obiettivo, la stabilità dei prezzi.

È stata la Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, a subire per prima l'effetto tsunami. La Banca centrale britannica, alla fine di settembre 2007, ha provveduto a nazionalizzare l'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. Consistenti piani di salvataggio sono stati via via predisposti per istituti di credito in difficoltà dal Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Gli aiuti erogati dai Governi alle banche dei vari sistemi nazionali hanno superato i 3.000 miliardi di euro in Europa sotto forma di garanzie, ricapitalizzazioni, linee di credito e prestiti.

In Germania gli aiuti pubblici agli istituti di credito in difficoltà sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie, sia attraverso sottoscrizioni di azioni o titoli subordinati.

In Spagna, invece, un'importante intervento di ricapitalizzazione ha coinvolto il Fondo Europeo di Salvataggio (EFSF), che nel 2012 ha erogato un prestito allo Stato spagnolo di oltre 30 miliardi di euro, prima tranche dei complessivi 100 miliardi di aiuti concessi dall'Unione Europea per la ristrutturazione del sistema bancario iberico.

L'Italia non è stata assistita da significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine del 2011. Fino a quel momento lo Stato italiano si è infatti limitato a sottoscrivere obbligazioni subordinate per poco più di 4 miliardi di euro, a fronte dell'impegno degli istituti bancari emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale.

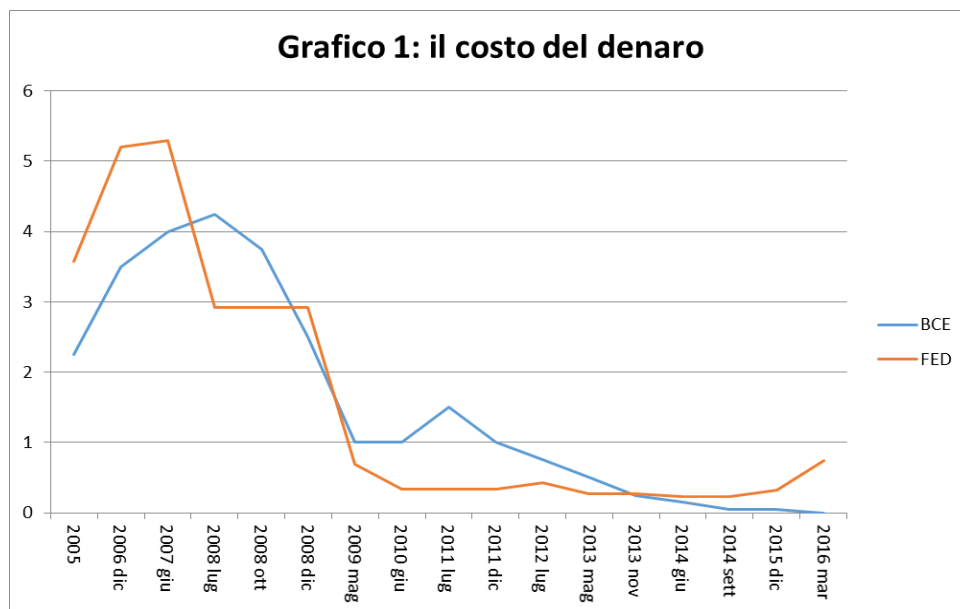
È stata la crisi del debito sovrano, peggiorata dalla metà del 2011, a creare le maggiori difficoltà per le banche italiane, che si sono trovate a gestire un deterioramento degli attivi legato ai consistenti investimenti in titoli pubblici domestici. L'intervento dello Stato ha in questo caso assunto la forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche, con l'obiettivo di alleviare le difficoltà di finanziamento delle banche nazionali.⁵

I salvataggi bancari hanno aumentato in modo significativo il debito pubblico dei paesi coinvolti, creando i presupposti per quella che è stata definita "crisi del debito sovrano".

La diversità degli obiettivi da perseguire da parte delle due Banche Centrali, come verrà spiegato più ampiamente nel paragrafo 3, può essere quindi letta come la prima causa dei diversi risultati raggiunti nel contrastare la crisi.

⁵ Cfr. Relazione Annuale della CONSOB per l'anno 2012

La percezione, probabilmente presente anche in Europa, di un “rischio recessione” è stata, negli Usa, immediatamente recepita e contrastata con un’immediata riduzione della curva dei tassi d’interesse (si veda il grafico), proprio perché la crisi finanziaria in atto stava minando le probabilità di ottenimento del primario obiettivo della Fed, la piena occupazione dei fattori produttivi.



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d’Italia

In Europa, come ancora si evince dal grafico, non c’è stata un’immediata riduzione della curva dei tassi d’interesse che, anzi, ha continuato a crescere ancora nel 2008. L’obiettivo della stabilità dei prezzi e di una riduzione del tasso d’inflazione al 2% non ha infatti consentito l’immediato impiego di strumenti di politica monetaria espansiva che permettessero di evitare il contagio dal sistema finanziario a quello reale.

Come hanno insegnato Milton Friedman e Anna Schwartz⁶, la soluzione ritardata di politiche monetarie genera di per sé cicli recessivi e amplifica le conseguenze dei ritardi fisiologici che una qualsiasi manovra di politica economica presenta tra il momento in cui viene assunta e quello in cui comincia a produrre gli effetti desiderati.

Pur in un certo senso obbligata, la BCE ha quindi involontariamente creato il terreno perché la recessione potesse ben attecchire in Europa.

A questo primo problema, legato alla diversa natura degli obiettivi perseguiti, se n’è aggiunto un secondo non meno importante. La BCE, a differenza della FED, non è prestatore di ultima istanza (lender of last resort).

⁶ Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States 1867-1956*, Princeton, Princeton University Press, 1963.

Che cosa significa? Quando una Banca Centrale è prestatore di ultima istanza ha di fatto la funzione di “proteggere” i risparmiatori, evitando i danni all’economia che potrebbero derivare da crisi finanziarie. Quest’opera può realizzarsi secondo una duplice modalità. Da un lato, attraverso finanziamenti al sistema finanziario privato (acquistando, ad esempio, titoli obbligazionari emessi dal sistema creditizio); dall’altro, acquistando direttamente sul mercato primario titoli di debito pubblico.

Questa possibilità, unita al duplice obiettivo del quale si è discusso, ha consentito alla Fed di attuare, sin dall’inizio della crisi, quella che viene definita dagli economisti una manovra di politica monetaria “ultra espansiva” attraverso lo strumento del *quantitative easing*. Il *quantitative easing* è una modalità non convenzionale di intervento della Banca Centrale attraverso la quale viene aumentata la quantità di moneta in circolazione. Ciò può avvenire attraverso l’acquisto di titoli di debito privato, per sostenere la liquidità di istituti di credito in difficoltà, ma anche di titoli di debito pubblico al fine di contrastare attacchi speculativi derivanti da problemi di breve o lungo periodo del debito sovrano.

In Europa, la Gran Bretagna, non facendo parte dell’Unione Monetaria, ha potuto sfruttare la caratteristica di prestatore di ultima istanza della propria banca centrale per contrastare fin dall’inizio gli effetti negativi della crisi.

La BCE, invece, ha fatto ricorso al *quantitative easing* grazie alla guida del governatore Mario Draghi, ma solo a partire da marzo 2015 e solo dopo avere vinto un’importante resistenza da parte di alcuni paesi dell’Unione. A ciò si aggiunge che la manovra del *quantitative easing* realizzata da Draghi non ha di fatto modificato i vincoli della BCE ed è comunque risultata eccezionale dal momento che non ha potuto realizzarsi attraverso un acquisto selettivo dei titoli di debito pubblico dei paesi più in difficoltà, ma si è realizzata in modo trasversale anche attraverso l’acquisto di titoli di debito sovrano di paesi che, di fatto, non ne avrebbero avuto necessità diretta. La manovra ha infatti dovuto rispettare principi di proporzionalità nell’acquisto. Se dal vincolo della proporzionalità fosse stato possibile prescindere, è ragionevole pensare che la manovra di politica monetaria espansiva si sarebbe concentrata solo su alcuni paesi rispetto ad altri, sconfiggendo, o comunque molto attenuando, gli effetti dell’attacco speculativo, con la conseguenza non banale di eliminare o fortemente ridurre i differenziali tra tassi d’interesse (*spread*). È purtroppo noto infatti che lo *spread* abbia giocato e continui a giocare un ruolo non indifferente (a volte persino forzato) nella fiducia dei mercati e addirittura dell’opinione pubblica sulle reali capacità di gestire “la cosa pubblica” da parte dei governi degli Stati più in difficoltà.

3. Una più efficace politica monetaria europea è possibile?

Quanto finora discusso può consentire una migliore comprensione del contenuto del documento programmatico che il Ministro per gli Affari Europei Paolo Savona ha presentato a Bruxelles per quanto attiene la politica monetaria europea.

Il documento ribadisce ripetutamente la necessità di una politica monetaria europea che sia effettivamente unitaria e in grado di garantire non solo l'obiettivo di stabilità dei prezzi, ma si possa aprire ad una più ampia finalità di crescita dell'intero sistema economico europeo.

L'importanza di avere una moneta unica non è più solo un obiettivo da raggiungere nel rispetto di quelli che sono stati gli intendimenti dei padri fondatori dell'ideale europeo, ma è divenuto fondamentale per garantire all'euro di restare la seconda moneta negli scambi mondiali sia reali che finanziari.

Una moneta unica non solo è indispensabile per il buon funzionamento del mercato unico, ma svolge un ruolo determinante nello sviluppo di sistemi economici per i quali le esportazioni costituiscono il motore trainante della crescita. La gran parte delle economie europee si trova proprio in questa condizione.

In altre parole, quel che Savona chiede all'Europa, dal punto di vista della politica monetaria, è di uscire dallo schema oramai antico di una banca centrale vincolata ad un obiettivo meramente monetario per aprirsi a 360 gradi alle possibilità che la quarta rivoluzione industriale impone.

Occorre cioè rivedere lo statuto della BCE, e forse anche i vincoli del Trattato (art. 127 TFUE), anche rendendo gli strumenti dei quali quest'ultima già dispone impiegabili adeguatamente e quindi pienamente efficaci.

È quindi corretto pensare che dotare la BCE del potere di esercitare il ruolo di prestatore di ultima istanza in modo pieno e non eccezionale costituisca il primo e imprescindibile passaggio per renderla indipendente e quindi in grado di essere l'autorità di politica monetaria dell'Unione europea.

Una vera Banca Centrale Europea dovrebbe perseguire obiettivi di crescita e di assistenza. È chiaro che nei momenti di maggiore difficoltà è l'obiettivo di assistenza che dovrebbe prevalere, ciò anche, per tornare alle modalità di impiego del *quantitative easing*, attraverso un acquisto realmente mirato, e quindi selettivo, dei titoli del debito.

Ma tutto questo comunque ancora non basta: una politica monetaria libera, indipendente, autonoma e aperta non può comunque prescindere dalle considerazioni sugli interventi di politica fiscale.

4. L'importanza della politica fiscale

Nella critica di Paolo Savona alla politica economica adottata dai responsabili dell'Unione Europea ampio spazio è dedicato alla politica fiscale.

In linea generale, si intende per politica fiscale l'insieme degli interventi di politica economica che consentono al *policy maker* di influenzare la domanda aggregata e di ottenere effetti sul reddito di equilibrio attraverso le variazioni di spesa pubblica, dell'imposizione fiscale e dei trasferimenti.

La lettura del ministro Savona è quella in base alla quale l'obiettivo principale della politica fiscale sia il sostegno della domanda aggregata che consenta di ottenere risultati di crescita sul reddito e sull'occupazione. La scelta derivante dagli accordi di Maastricht e dai successivi provvedimenti fino al Fiscal Compact ha in realtà delineato una politica fiscale demandata alle decisioni dei singoli stati membri nel rispetto dei vincoli parametrici ben noti.

Questa situazione ha, di fatto, generato una sorta di subalternità della politica fiscale rispetto a quella monetaria e proprio questa situazione ha finito con il ridurre le potenzialità di crescita degli Stati, con particolare riguardo a quelli che fin dal principio dimostravano difficoltà a rispettare i vincoli, con evidenti ricadute negative sul piano del consenso politico.

È proprio dal consenso politico che, secondo Savona ma in linea comunque con la maggior parte della letteratura economica impegnata sui temi delle aree valutarie ottimali⁷, può derivare la convinzione, ragionevolmente vincente, che solo una politica fiscale realmente attiva a livello europeo porti a risultati di crescita comune.

L'obiettivo delle due politiche, monetaria e fiscale, deve quindi essere perseguito in modo complementare e, come si è già detto, coniugando interventi sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta.

Se, per quanto attiene alla politica monetaria, risulta ormai evidente la necessità di dotare la BCE di uno statuto articolato su obiettivi più ampi e rispondenti alle rinnovate esigenze e di consentirle un uso autonomo degli strumenti a disposizione, alla politica fiscale non servirebbe altro se non una più attenta interpretazione degli obiettivi già presenti del Trattato di Maastricht.

Ciò che appare inevitabilmente urgente è l'attuazione di politiche fiscali europee volte a finanziare investimenti di interesse generale.

⁷ Per tutti si veda Robert Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, 1961, pp. 657-665. Francesco Giavazzi, Marco Pagano, *The advantage of tying one's hand: EMS discipline and central bank credibility*, in *European Economic Review*, vol. 32, 1988, pp. 1055-1082.

Una solida e convinta politica europea degli investimenti strutturali potrebbe poi essere amplificata da una più ampia applicazione del Trattato di Lisbona, soprattutto per quanto attiene agli investimenti in *knowledge based society*. Una collettività basata sulla conoscenza è infatti una società in grado di generare apprendimento e, quindi, capitale umano. Diventa quindi una collettività innovativa, più aperta e longeva.

Possedere una comunità di studiosi, ricercatori, tecnici che lavorano in team con le imprese forma un sistema nazionale, e a questo punto sovranazionale, di innovazione-produzione integrato che può trasformarsi in una risposta efficiente ed efficace alle richieste che la quarta rivoluzione industriale porta con sé.

Adeguato quindi appare il riferimento del ministro Savona alla necessità di ripensare ad un modello di scuola finalmente europeo. La mancanza di una vera cultura comune ha senza dubbio determinato gran parte degli insuccessi che l'Unione Europea sta ottenendo. Savona scrive "fatta l'Europa si devono fare gli Europei", ma, in realtà, è probabilmente vero il contrario, ossia "dobbiamo fare gli europei per fare l'Europa".

Bibliografia

- Commissione europea, *European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*, 23 novembre 2011
- Consob, *Relazione Annuale della CONSOB per l'anno 2012*
- Feldstein M., The euro and the stability pact, *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, 2005, pp. 421-426
- Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States 1867-1956*, Princeton, Princeton University Press, 1963.
- Giavazzi F., Pagano M., The advantage of tying one's hand: EMS discipline and central bank credibility, *European Economic Review*, vol. 32, 1988, pp. 1055-1082
- Mundell R., A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, 1961, pp. 657-665
- Presidenza del Consiglio dei Ministri, Dipartimento per le politiche europee, Savona P., Una politeia per un'Europa diversa, più forte e più equa, 7 settembre 2018, Roma
- United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Summary of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, (Retrieved October 2, 2008)
- Web.archive.org, *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*. Archived from the original on January 10, 2009. Retrieved November 4, 2013
- (web.archive.org/web/20080930230606/http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/press092808.shtml)