

LA BCE E IL GOVERNO UE

Politica fiscale per battere la depressione

di **Guido Tabellini**

La decisione della Bce, di far scendere ancora i tassi di interesse e soprattutto di avviare l'acquisto di titoli emessi dalle banche, è una svolta importante. Ma perché la Bce ha aspettato così tanto e non si è mossa prima? E saranno sufficienti i provvedimenti annunciati per scongiurare la deflazione e sostenere la crescita nell'Eurozona?

La risposta ufficiale alla prima domanda l'ha data il presidente Mario Draghi in conferenza stampa. La politica monetaria ha re-

agito a due eventi: un peggioramento congiunturale di tutta l'area Euro che è diventato particolarmente evidente durante l'estate; e una tendenza al ribasso delle aspettative di inflazione di medio periodo, anche questa accentuatasi di recente.

La risposta non è molto convincente, tuttavia. Come ben sanno i banchieri centrali, la politica monetaria ha effetti dilazionati nel tempo. Aspettare di osservare variazioni congiunturali nei dati di contabilità nazionale o di produzione è una sicura ricetta per essere in ritardo. E le aspettative di inflazione devono essere guidate dalla politica monetaria, e non viceversa.

È diversi trimestri che osserviamo una continua contrazione della base monetaria e dell'offerta di credito e il progressivo rallentamento dei prezzi. La capacità inutilizzata nell'Eurozona rimane elevata, sia nell'industria che nei servizi, ed è circa un anno che ha praticamente smesso di ridursi. Da fine 2013 gli indicatori di fiducia delle imprese hanno invertito direzione. Ignorare per tanti mesi tutti questi segnali è stato un azzardo, e non solo con il senno di poi.

Meglio tardi che mai, comunque? Non è detto. Purtroppo è poco probabile che que-

sti interventi, per quanto significativi, siano sufficienti a risolvere la domanda aggregata, soprattutto nel Sud Europa. Oltre all'effetto sul tasso di cambio, i provvedimenti vogliono spingere l'offerta di credito bancario. Ma l'obiettivo sarebbe stato più facilmente raggiungibile uno o due anni fa, quando il *deleveraging* delle banche non era così avanzato.

Ora la depressione ha affossato l'economia reale e riempito i bilanci delle banche del Sud Europa di crediti deteriorati. Per quanto l'acquisto diretto di titoli di credito possa parzialmente allentare il vincolo di capitale sulle banche, e i finanziamenti del sistema bancario siano a costo zero, non è detto che ciò sia sufficiente, soprattutto se è assente la domanda di nuovo credito. Inoltre, è ancora incerto se le dimensioni del mercato consentiranno alla Bce di acquistare una quantità davvero rilevante di titoli di credito.

L'esperienza di Stati Uniti, Inghilterra e Giappone suggerisce che, per uscire da una crisi così profonda, la politica monetaria da sola è insufficiente, ed è necessaria una combinazione di politica monetaria e fiscale.

Continua ► pagina 6

L'EDITORIALE

Guido Tabellini

Una politica fiscale Ue per battere la depressione

► Continua da pagina 1

In questi paesi la creazione di moneta è avvenuta soprattutto tramite ingenti acquisti di debito pubblico ed è stata accompagnata da maggiori disavanzi: di fatto un'espansione fiscale finanziata dalla banca centrale. L'uso di entrambi gli strumenti è cruciale: l'espansione fiscale sostiene direttamente la domanda aggregata, e il finanziamento monetario evita l'aumento del debito pubblico e dei tassi di interesse.

Da questo punto di vista, c'è una differenza importante tra l'acquisto diretto di titoli di credito emessi dalle banche e l'acquisto di titoli di stato. Soprattutto nel secondo caso, più che nel primo, la banca centrale allenta direttamente il vincolo di bilancio del governo.

Nell'area Euro questo non si può fare, naturalmente. Ma non è escluso che ci si arrivi comunque, anche se in ritardo e in maniera meno esplicita e molto meno rilevante. Se i provvedimenti

annunciati non riusciranno a evitare la deflazione nell'area Euro, prima o poi la Bce potrebbe essere costretta ad acquistare anche i titoli di Stato. E lo stesso presidente Draghi ha sottolineato l'importanza del coordinamento tra politica monetaria e fiscale (oltre alle riforme strutturali) per uscire dalla crisi.

Nel frattempo, non illudiamoci che possa essere la politica monetaria da sola a fare uscire il Sud Europa dalla depressione.

