

L'INTERVENTO

**I GOVERNI
NON HANNO
PIÙ SCUSE**

di Mario Draghi

Nel mio recente intervento a Jackson Hole ho parlato della necessità di una combinazione di politiche monetarie, di bilancio e strutturali per rilanciare la ripresa economica nell'area dell'euro. Attualmente ci si presenta una serie di condizioni (bassi livelli di crescita e inflazione, alti livelli di debito e disoccupazione) che possono essere affrontate soltanto con un'azione concertata dal lato sia della domanda sia dell'offerta dell'economia. Ciò richiede a tutte le parti, sul piano nazionale ed europeo, di svolgere il proprio ruolo in linea con il rispettivo mandato definito nei trattati dell'Ue.

Non c'è nessuno stimolo monetario (e di fatto nessuno stimolo fiscale) che tenga se non affiancato dalle giuste politiche strutturali: politiche atte a promuovere la crescita potenziale e a infondere fiducia.

segue
a pag. 7



di Mario Draghi*

Segue dalla prima

Gli investimenti sono una delle vittime illustri di questa crisi. Il calo degli investimenti delle imprese osservato dal 2008 nell'area dell'euro è molto più marcato che nei cicli economici precedenti. Dal livello massimo a quello minimo sono diminuiti di circa il 20% contro il 15% registrato

L'accusa di Draghi: la Bce ha fatto molto, i governi troppo poco

A MILANO IL BANCHIERE CENTRALE SPIEGA CHE ORA
LA CRISI SI COMBATTE SOLO CON LE RIFORME STRUTTURALI

durante la recessione del 1992. Dal 2008, nell'area dell'euro, gli investimenti delle imprese mostrano soltanto un lieve miglioramento, mentre negli Stati Uniti superano ormai il livello anteriore alla crisi.

Le priorità: cambiare le regole per gli investimenti e il credito alle imprese

Non ci sarà ripresa sostenibile finché la situazione non cambia. Un deciso incremento degli investimenti è essenziale per portare l'inflazione in maggiore prossimità dei livelli auspicati, per stimolare l'economia e per ridurre la disoccupazione. Noi responsabili delle politiche, cosa possiamo fare per imprimere nuovo slancio agli investimenti? Oggi il mio principale messaggio è questo: soltanto se le politiche strutturali, di bilancio e monetarie procedono di pari passo, l'area dell'euro assisterà al recupero degli investimenti. Vedo due settori fondamentali nei quali l'azione dei governi, a livello sia nazionale che europeo, dovrebbe concorrere a rilanciare gli investimenti delle imprese. Primo: il contesto regolamentare dovrebbe essere reso più favorevole alla crescita economica. Secondo: le imprese devono avere accesso a fonti di finanziamento più diversificate; la creazione di un'unione dei mercati dei capitali potrebbe contribuire a questo scopo e al tempo stesso aiutare a superare la frammentazione che rimane nei mercati finanziari. Vorrei commentare in breve questi punti.

Start Up e professioni, da dove partire

L'attività delle imprese trarrebbe grande beneficio da un miglioramento del contesto regolamentare, in particolare per quanto riguarda i mercati dei beni e servizi e del lavoro. Colpiscono le divergenze fra Stati membri dal punto di vista della differenziazione salariale (fra lavoratori e settori), delle rigidità nell'aggiustamento dell'occupazione, delle barriere all'entrata nei mercati dei beni e servizi e della facilità

nell'avviare e gestire imprese. Ad esempio, in alcuni Stati membri la risoluzione di un contenzioso contrattuale fra imprese richiede in media poco più di un anno, mentre in altri occorrono più di tre anni. In questi ultimi paesi le start-up devono far fronte a un carico amministrativo maggiore. Un ulteriore esempio eloquente riguarda le professioni regolamentate, il cui numero varia considerevolmente da uno Stato membro all'altro (da 45 in Estonia a 170 in Italia e 219 in Francia, fino a 304 in Slovacchia, secondo i dati della Commissione europea). Simili barriere all'entrata limitano la concorrenza e l'occupazione, generando rendite indebite per pochi eletti a scapito della clientela. (...) In molti casi, tali ostacoli privano della linfa lo spirito imprenditoriale, soprattutto fra le giovani aziende innovative che creano la maggior parte dei posti di lavoro e sono molto sensibili alle variazioni in termini di opportunità di investimento.

Il credito delle banche non basta più

Nell'area dell'euro la convergenza verso le migliori prassi darebbe luogo a radicali miglioramenti del contesto in cui operano le imprese. La Spagna offre un esempio incoraggiante al riguardo. Fra i grandi paesi dell'area dell'euro, si prevede che la Spagna registri una ripresa degli investimenti vigorosa nei prossimi due anni, soprattutto per effetto di una combinazione di riforme favorevoli alle imprese e di una riduzione delle imposte sui redditi delle persone fisiche e delle società. (...)

Un secondo aspetto di fondamentale importanza per gli investimenti, nonché di interesse diretto per la comunità Eurofi qui riunita, è l'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento e di superare la frammentazione in ambito finanziario. Finora il credito alle imprese è giunto soprattutto attraverso il canale delle banche. La crisi ha messo in luce le insidie di un ricorso troppo ampio a un modello di erogazione del credito incentrato sul settore bancario. Occorre quindi sviluppare anche fonti di finanziamento alternative affidabili, quali i mercati azionari e obbligazionari, la cartolarizzazione, l'attività di prestito delle compagnie di assicurazione e degli asset manager, il venture capital e il finanziamento collettivo (o crowdfunding). Ecco perché la Bce esprime pieno sostegno all'intenzione del presidente eletto della Commissione europea di creare un'unione dei mercati dei capitali. Questo passo rappresenterebbe una naturale evoluzione del mercato unico, a beneficio di tutti gli Stati membri dell'Ue.

A nostro parere, merita particolare attenzione lo sviluppo di un mercato ben funzionante delle attività cartolarizzate (asset-backed

securities, Abs) semplici, trasparenti e reali. Le banche potrebbero

così continuare a generare prestiti, soprattutto a favore delle piccole e medie imprese (Pmi), preservando nel contempo la propria capacità di bilancio. Per realizzare un mercato degli Abs ben funzionante, è importante che la cartolarizzazione sia regolamentata in misura proporzionale al rischio dei titoli emessi. (...)

La politica di bilancio deve favorire la crescita

Questo non è tuttavia l'unico settore in cui i governi possono fare la differenza. A disposizione hanno infatti anche una seconda leva di rilevanza diretta per gli investimenti: la politica di bilancio. Le imprese investiranno nel futuro soltanto se esistono fiducia e certezza riguardo al futuro: riguardo all'evoluzione dei conti pubblici nel medio periodo e, in ultima istanza, riguardo all'imposizione fiscale. Ciò di cui abbiamo bisogno è un'applicazione coerente e credibile del Patto di Stabilità e crescita nel tempo e in tutti paesi. Nel contesto esistente, i governi possono trovare lo spazio per sostenere gli investimenti produttivi e conseguire una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita, riducendo l'onere fiscale e la spesa corrente improduttiva. In parallelo, può essere utile aprire il dibattito sull'orientamento complessivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, in vista di incrementare gli investimenti pub-

blici laddove esiste margine di bilancio. A questo proposito, anche a livello europeo vi è un ruolo

complementare da svolgere nel sostenere la ripresa degli investimenti privati.

Esprimo quindi apprezzamento per il pacchetto da 300 miliardi di euro annunciato due mesi fa dal presidente eletto della Commissione europea.

Vorrei concludere con qualche cenno al contributo della politica monetaria. Abbiamo combattuto con successo la crisi di fiducia nei confronti dell'euro, che ha fatto aumentare i tassi di interesse fino a valori anomali. Abbiamo fornito al sistema bancario dell'area dell'euro livelli di finanziamento senza precedenti. Abbiamo continuato a ridurre i nostri tassi di riferimento, fino a raggiungere ormai il limite inferiore. Per assicurare che questo orientamento molto accomodante della politica monetaria si trasmetta all'economia reale equamente in tutta l'area dell'euro, abbiamo anche dispiegato una serie di strumenti non convenzionali. (...)

**La politica monetaria ha già fatto
(quasi) tutto il possibile**

In giugno abbiamo deciso di varare una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Omlt), per assicurare che le banche abbiano a disposizione liquidità sufficiente da erogare all'economia reale. Tali operazioni sono concepite per incoraggiare le banche ad accrescere il credito a favore delle società non finanziarie. Abbiamo inoltre adottato misure a sostegno di segmenti specifici del mercato che rivestono un ruolo fondamentale nel finanziamento dell'economia. La settimana scorsa il Consiglio direttivo ha deciso di avviare, a partire da ottobre, l'acquisto di obbligazioni garantite e Abs di alta qualità. (...) Nel complesso, le decisioni annunciate la settimana scorsa sono finalizzate a favorire il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con il nostro obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2%. Ci attendiamo che i due programmi di acquisto integrino in modo efficace le OMRLT nel rafforzare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e nel realizzare un ulteriore accomodamento monetario, avendo ormai raggiunto il limite inferiore. (...) Giustamente si dice che gli investimenti siano la domanda di oggi e l'offerta di domani. In Europa tuttavia sono carenti. Se non riusciamo a rilanciare gli investimenti, indeboliremo l'economia nel breve termine e ne comprometteremo le prospettive di lungo periodo. Dobbiamo quindi impegnarci soprattutto per far ripartire gli investimenti. Tuttavia - e questo è di fatto il cardine del mio discorso - riusciremo a stimolare gli investimenti soltanto se le politiche strutturali, di bilancio e monetarie si rafforzano a vicenda.

**presidente della Banca centrale europea. Questo il testo del discorso a Milano giovedì sera, alla cena a porte chiuse tra banchieri e politici di Eurofi. La versione integrale sul sito ecb.europa.eu.*

**ULTIMA
CHIAMATA**

Non c'è nessuno stimolo
monetario
o fiscale che tenga
se non è affiancato
da politiche per
promuovere investimenti
e infondere fiducia



Mario Draghi, 67 anni, è stato direttore generale del Tesoro e governatore della Banca d'Italia *Ansa*