

Per rispondere alla crisi ucraina serve una nuova governance economica

Il conflitto e le conseguenze / 1

L'OTTIMISMO DI BCE
E UNIONE EUROPEA
È SCONCERTANTE:
CI ATTENDONO
SPESE ENORMI
PER GAS, RIFUGIATI,
INFLAZIONE, DIFESA

Lucrezia Reichlin

L'Unione europea ha mostrato una notevole – e, per molti, sorprendente – unità politica nel rispondere all'invasione russa dell'Ucraina. Dalla sospensione del gasdotto Nord Stream 2 all'esclusione di alcune banche russe dal sistema di messaggistica finanziaria Swift per i pagamenti bancari internazionali alla revoca dello *status* di *most favoured nation* negli scambi commerciali alla Russia, i membri dell'Ue hanno intrapreso un'azione decisiva per spremere la Russia economicamente. Ma l'Europa deve ancora intraprendere un'azione adeguata a proteggere la propria economia dalle ricadute della guerra del presidente russo Vladimir Putin.

In un incontro informale tenutosi a Versailles la scorsa settimana, il presidente francese Emmanuel Macron ha esortato i colleghi *leader* dell'Ue a concentrarsi prima su ciò che devono ottenere e a lasciare le discussioni su come arrivarci a dopo. Si tratta di un saggio suggerimento di un *leader* che comprende che i nuovi strumenti politici, che possono implicare una maggiore condivisione degli oneri tra gli Stati membri, tendono a essere molto più divisivi degli obiettivi comuni.

Pertanto, i *leader* dell'Ue hanno espresso "risolutamente" il proprio impegno a rafforzare gli investimenti nelle capacità di difesa. La Germania, ad esempio, quest'anno destinerà ulteriori 100 miliardi di euro (111 miliardi di dollari) alla difesa. E l'Ue ha presentato un piano per ridurre di due terzi quest'anno le importazioni di gas russo e porre fine alla sua dipendenza dai combustibili fossili russi entro il 2030, un processo che richiederà una transizione verde accelerata.

Ma i *leader* dell'Ue non hanno riconosciuto pienamente lo sforzo comune che sarà necessario per raggiungere i loro obiettivi, soprattutto in un momento in cui si stanno rapidamente accumulando venti economici contrari. In effetti, i responsabili politici europei sembrano sottovalutare le sfide economiche future.

Il silenzio dei *leader* europei sui compiti futuri è sconcertante, perché la guerra in Ucraina sta trasformando in modo molto evidente il panorama macroeconomico globale. Nell'Ue, più che in qualsiasi altra parte del mondo, i governi nazionali dovranno aumentare in modo significativo la spesa pubblica, mentre cercano di rafforzare le proprie capacità di difesa, costruire nuove infrastrutture energetiche, sostenere famiglie e imprese che devono far fronte all'aumento dei costi energetici e fare i conti con una crisi dei rifugiati su vasta scala. Per soddisfare queste esigenze, i governi si faranno carico di più debiti, e lo faranno in un momento in cui i loro bilanci saranno già appesantiti dai debiti contratti dopo la crisi finanziaria del 2008 e durante la pandemia.

L'aumento dell'inflazione aggraverà il problema. La guerra sta esacerbando e prolungando le impennate delle materie prime e le



strozzature dell'offerta che hanno alimentato l'inflazione negli ultimi due anni. Il risultato sarà un onere del debito pubblico più pesante, una pressione al rialzo sul tasso di interesse reale di equilibrio, volatilità nella crescita del prodotto e un probabile aumento dei premi di rischio in alcuni Paesi, che potrebbe portare alla frammentazione finanziaria. Finora, la Commissione europea sta facendo poco per mitigare questi rischi. Ha discusso di un pacchetto economico con tre pilastri: il riutilizzo dei prestiti emessi nell'ambito del *recovery fund* Next Generation Eu; nuovo debito per raccogliere fondi per prestiti in caso di picchi dei prezzi dell'energia e nuove linee guida sull'approvazione accelerata di sussidi statali. Ma dopo il *meeting* di Versailles, sembra che solo la terza misura riceva sostegno. E non è chiaro se i *leader* dell'Ue acconsentiranno a rinviare il ripristino delle norme di bilancio dell'Unione, sospese durante la pandemia di Covid-19.

Una noncuranza altrettanto allarmante riguarda la Banca centrale europea. Il 10 marzo ha annunciato il calendario per il *rollback* degli acquisti di *asset* e ha pubblicato proiezioni macroeconomiche notevolmente ottimistiche per l'eurozona.

La Bce prevede una crescita media del Pil reale del 3,7% quest'anno, appena 0,5 punti percentuali in meno rispetto alla sua valutazione di dicembre 2021. Nel 2023 prevede un tasso di crescita ancora robusto del 2,8%, che riflette una revisione al ribasso di appena 0,1 punti percentuali. Nel frattempo, i politici si aspettano che l'inflazione raggiunga il 5,1% quest'anno, per poi scendere al 2,1% nel 2023. Chiaramente, la Bce non prevede un forte *trade-off* tra inflazione e produzione nel prossimo futuro, per non parlare del fatto che l'eurozona sarà attanagliata da stagflazione.

Ma le previsioni della Bce sono a dir poco ottimistiche. Prendiamo ad esempio la proiezione che l'inflazione diminuisca drasticamente il prossimo anno, che si basa su un'analisi dei tassi di interesse di mercato e presuppone che non vi siano cambiamenti nell'orientamento delle politiche. Di conseguenza, il calo previsto dalla Bce è guidato interamente da una previsione dell'andamento dei prezzi dell'energia basata sui prezzi dei *futures* sul petrolio. Ma, sull'orizzonte di un anno, il mercato dei *futures* sul petrolio è modesto e quindi una guida inaffidabile. Inoltre, ci si potrebbe chiedere perché la Bce stia inasprendo la sua politica monetaria se si prevede una riduzione dell'inflazione a causa di un calo esogeno dei prezzi del petrolio.

I mercati finanziari non sono certo convinti della valutazione della Bce. Il mercato degli *swap* sull'inflazione implica l'aspettativa che l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, l'indice utilizzato dalla Bce come riferimento per l'inflazione dell'eurozona, si attesti al 4% a febbraio 2024. Tali previsioni sembrano più plausibili di quelle della Bce. Le aziende europee stanno già lottando per la carenza di offerta e l'aumento dei prezzi delle materie prime. Sebbene l'economia reale non mostri ancora chiari segnali di rallentamento, tutti i segnali indicano un massiccio *shock* dell'offerta che porterà a costi di produzione significativamente più elevati.

Vale la pena ricordare che, nel periodo dal 1945, la maggior parte delle recessioni economiche è stata preceduta da uno *shock* petrolifero associato a una guerra. Se il prezzo del petrolio raggiungesse i 200 dollari al barile, il mondo si troverebbe probabilmente ad affrontare una recessione grave come quella del 1979. Se alla fine l'inflazione degli anni '70 è stata frenata, grazie all'ex presidente della Federal Reserve Paul Volcker, la crescita ha invece sofferto considerevolmente lungo il percorso.

La Bce non si aspetta un netto *trade-off* tra crescita e inflazione, ma in breve tempo quella triste scelta potrebbe diventare inevitabile. La Bce interverrà duramente sull'inflazione, anche se l'eurozona è impantanata nella recessione? E lo farà anche se le autorità fiscali aumenteranno, in base alle stime, la spesa pubblica dell'1,5-2% del Pil, molto probabilmente finanziata dal debito pubblico? Non è difficile prevedere che la combinazione di allentamento fiscale e stretta monetaria metteranno a dura prova sia le finanze pubbliche che la *performance* economica.

La sfida che l'Ue deve affrontare oggi è eccezionale. Le soluzioni previste dal vecchio schema, incentrate sugli obiettivi dell'inflazione e sulle regole fiscali, non funzioneranno. E le misure concordate dal blocco – compresi l'allentamento temporaneo delle norme sugli aiuti di Stato (in modo che i governi possano aiutare le aziende che devono affrontare

problemi di liquidità derivanti dalle sanzioni imposte alla Russia) e gli interventi per ridurre la dipendenza dall'energia russa – non sono sufficienti. Prima i *leader* europei lo riconosceranno, meglio sarà. La buona notizia è che l'Ue ha dimostrato di poter affrontare una sfida eccezionale, mettendo in campo nuovi strumenti e accettando la necessità di condividere il rischio. Quando è iniziata la pandemia, il blocco ha rapidamente ideato e concordato Next Generation Eu, che, finanziata per la prima volta in assoluto dall'emissione di debito comune, ha incanalato oltre 800 miliardi di euro verso la ripresa economica e la ricostruzione. Il programma, supportato dal Pandemic emergency purchase program (Pepp) da 750 miliardi di euro della Bce, ha consentito una potente combinazione di sostegno fiscale e monetario.

Ma l'Ue non è una federazione e la sua capacità di fornire una politica unificata in una crisi è soggetta a limitazioni politiche e giuridiche. E questo potrebbe ostacolare l'azione necessaria oggi. Meno di due anni dopo l'eccezionale risposta al Covid-19, molti europei potrebbero trovare sospetta una richiesta di misure ancora più speciali. Eccezionale o meno, ciò che si ripete, a loro avviso, potrebbe diventare permanente. Le misure di cui l'Ue ha bisogno per far fronte alla guerra in Ucraina hanno davvero molto in comune con quelle attuate in risposta alla pandemia. L'Ue ha bisogno di un nuovo strumento contingente per finanziare le future spese di emergenza, insieme all'impegno della Bce a introdurre un programma simile al Pepp, se necessario, per fornire liquidità al mercato e combattere la frammentazione finanziaria. In tali circostanze incerte, la Bce dovrebbe considerare la flessibilità nella distribuzione geografica degli acquisti di *asset* ed esercitare molta cautela nel ritirare il sostegno monetario. In particolare, le autorità monetarie e fiscali dell'Ue devono coordinare e calibrare gli strumenti che utilizzano per rispondere alla crisi. Gli strumenti fiscali sono più idonei per far fronte a un *trade-off* tra inflazione e produzione, perché possono essere più mirati rispetto alla politica monetaria. E la politica monetaria è necessaria per sostenere il funzionamento del mercato ed evitare che i rischi eterogenei dei Paesi guidino la frammentazione finanziaria all'interno della zona euro. La storia indica chiaramente che il rafforzamento della capacità di condurre una politica estera e di difesa comune, come si sono impegnati a fare i *leader* dell'Ue, richiederà lo sviluppo di una capacità economica comune. L'Ue deve ora adattare la sua *governance* economica a questo imperativo. Dopo un decennio in cui l'unica certezza è stata l'accresciuta volatilità, l'Ue deve essere in grado di attuare le misure di cui ha bisogno – per quanto “eccezionali” possano sembrare – in modo tempestivo e coerente.

(Traduzione di Simona Polverino)

Già Direttore Generale Ricerca della Banca centrale europea,
è professore ordinario di economia alla London Business School
e trustee della International Financial Reporting Standards Foundation

© PROJECT SYNDICATE, 2022