

IL DILEMMA DI FRANCOFORTE: I TASSI CHE NON BASTANO

La BCE ha avuto il merito di salvare e rilanciare l'economia, ma se dovesse arrivare una nuova crisi le sue armi sono spuntate. Serve più coraggio e coordinamento tra i paesi: giù le imposte e aumenti della spesa pubblica. Prima che sia troppo tardi...

di di Martin Feldstein*

su L'Economia (Corriere della Sera) del 6 novembre 2017

L'Europa dovrà affrontare, prima o poi, un grave problema. Anche se recentemente l'attività economica è migliorata quando si verificherà la prossima, inevitabile, crisi, la zona euro non avrà più le capacità per contrastarla.

Alla Bce spetta il merito dei miglioramenti che si sono verificati negli ultimi anni. In un discorso pronunciato nel 2014 alla riunione annuale dei banchieri centrali a Jackson Hole, nel Wyoming, Mario Draghi, presidente della Banca centrale europea, aveva spiegato che tre cose potevano migliorare la performance economica dell'eurozona:

- 1) un'espansione fiscale da parte del Paese che aveva dimostrato la capacità di attuarla (Germania);
- 2) riforme strutturali in Italia e Francia;
- 3) modifiche della politica monetaria.

Ma Draghi ha proseguito prevedendo che la Germania non avrebbe creato un deficit fiscale e che Italia e Francia non avrebbero intrapreso le necessarie riforme strutturali. Egli ha concluso, quindi, che la Bce avrebbe dovuto stimolare la crescita riducendo i tassi, cosa che avrebbe fatto aumentare le esportazioni nette ottenendo un euro più competitivo.

Da allora, la Bce ha diminuito il tasso di interesse a breve termine fino a livelli negativi, riducendolo dallo 0,296 dell'agosto 2014 all'attuale -0,3%. Inoltre, ha acquistato obbligazioni a lungo termine per il suo portafoglio, aumentando il volume delle sue partecipazioni da un valore di 2,2 miliardi di euro nel 2014 a quello attuale pari a più del doppio. La politica dei tassi di interesse negativi della Bce ha anche stimolato gli investimenti delle imprese ed altre spese sensibili ai costi di finanziamento.

Ma ora non le restano più munizioni per combattere la prossima recessione, che potrebbe essere causata da un crollo dei prezzi delle attività, a partire dalle quotazioni dei titoli a lungo termine. Quelle dei decennali tedeschi è estremamente alto, indicando un rendimento corrente inferiore allo 0,596.

Un calo dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni statunitensi, cosa tra l'altro divergente dall'esperienza passata, potrebbe causare la riduzione del favore dei mercati nei confronti delle attività europee. Le esportazioni potrebbero crollare come conseguenza degli attuali eventi geopolitici, deprimendo le attività economiche. Anche la fine dell'espansione americana, arrivata oggi al nono anno, potrebbe ridurre la domanda europea. Anche se l'economia statunitense adesso sta andando molto bene, il livello eccessivo dei prezzi delle attività — esito di un decennio di tassi di interesse quasi a zero — costituisce una minaccia per la stabilità finanziaria.

Qualunque sia la causa della prossima crisi, le politiche di aiuto della Bce non sarebbero più disponibili. La risposta convenzionale - la riduzione dei tassi - è impossibile, perché nei Paesi dell'area euro i tassi di interesse a breve termine sono già quasi a zero o negativi. In realtà, la Bce potrebbe espandere gli acquisti di obbligazioni a lungo termine. Ma tale azione non avrebbe lo stesso effetto raggiunto finora. Mentre gli Usa, invece, potrebbero rispondere a una nuova crisi mediante incentivi fiscali, è difficile vedere come ciò si possa realizzare nel Vecchio Continente.

La zona euro, infatti, non ha autorità fiscale. Naturalmente ogni Stato membro potrebbe ridurre le tasse ed aumentare la spesa. Ma gran parte dell'incentivazione andrebbe a vantaggio dei suoi partner commerciali attraverso l'aumento delle importazioni, il risultato sarebbe un aumento del debito nazionale con un incremento relativamente limitato della domanda interna.

Una risposta adeguata a questo dilemma può essere una politica di interventi coordinati di espansione fiscale. Ogni Paese dovrebbe accettare una combinazione di tagli tributari ed incrementi della spesa pubblica in proporzione all'entità della recessione subita. Sarebbe un errore aspettare che la crisi si verifichi per pianificare una risposta coordinata di questo tipo.

Tutti i governi dovrebbero porre in cima alla loro agenda il coordinamento fiscale tra i partner europei. Prima che sia troppo tardi.