

# Il Pnrr sarà decisivo per l'assetto della Ue post pandemia

## Politiche monetarie e fiscali

Leonardo Becchetti

**L**a luce in fondo al tunnel della pandemia che sembra, nonostante la ripresa dei contagi, ormai vicina col successo della campagna di vaccinazione stimola il dibattito tra falchi e colombe sul futuro delle politiche macroeconomiche dell'Unione europea. Nonostante il virus non sia stato del tutto debellato, le previsioni incoraggianti sulla ripresa a V nell'Ue, e nel nostro Paese migliori addirittura che in Germania, accorciano il tempo dell'emergenza economica e stimolano il dibattito su quella che sarà la "normalità" post Covid-19. Per il momento i due commissari Paolo Gentiloni e Valdis Dombrovskis hanno annunciato una "tregua" che stabilisce che fino a fine 2022 il patto di stabilità resta sospeso. Intanto molti riconoscono che il *target* del rapporto debito/Pil del 60% ha poco senso e ragionano piuttosto sul tasso di crescita strutturale compatibile con la stabilizzazione o la riduzione del rapporto in presenza di tassi d'interesse reali così bassi. Per capire quello che potrà succedere dopo è opportuno riflettere sui capisaldi della rivoluzione di fatto occorsa nelle politiche Ue durante la pandemia.

- 1 La sospensione delle regole su deficit e debito stabilite nel patto di stabilità e crescita, ancorché tali regole erano state in teoria e nei fatti molto flessibili negli ultimi tempi.
- 2 La crescita dell'attivismo della Bce che, similmente a quanto fatto dalle altre banche centrali "ad alta reputazione" (Bank of Japan, Bank of England, Federal Reserve), è arrivata a detenere fino a un quarto dei debiti pubblici dei Paesi membri, dandosi un *target* di ulteriore crescita della quota fino a un possibile 30 per cento. È anche a causa di questo aumentato attivismo che abbiamo assistito al sorprendente fenomeno di un rapporto debito/Pil lievitato fino al 30% in diversi Paesi (e complessivamente del 17% nel 2020 nell'Ue superando la soglia del 100%) senza tensioni sui tassi e sui mercati finanziari globali.
- 3 La nascita di emissioni obbligazionarie "comunitarie" prima per finanziare il Sure poi per iniziare a finanziare Next Generation Eu che rappresentano di fatto una forma di mutualità sul nuovo debito generato per sostenere queste politiche.
- 4 Una crescita della disponibilità di risorse per le politiche fiscali dei paesi membri accompagnate però da una condizionalità rigida sugli obiettivi, i settori d'intervento e le modalità di spesa.

Sintetizzando, la rivoluzione macroeconomica consiste nello scambio tra il vantaggio di politiche monetarie e fiscali più espansive rese possibili dall'ombrello comunitario e il vincolo di una disciplina e una condizionalità severa nelle regole di spesa. La finalità è quella, per usare un'espressione ormai comune, di fare debito buono e di usare le risorse aggiuntive per fare riforme e investimenti infrastrutturali che aumentino la produttività del Paese nella direzione della digitalizzazione e della transizione ecologica e generino addizionalità (ovvero mobilitino una somma considerevole di investimenti privati che diventano redditizi in un orizzonte di rischio accettabile proprio grazie agli investimenti pubblici realizzati).

Beninteso quando parliamo di banche centrali "ad alta reputazione" sottolineiamo una cosa molto importante. Questo tipo di rivoluzione non è accessibile per Paesi che non hanno quell'ombrello, quelle protezioni e quella reputazione. Per loro purtroppo come abbiamo visto in questi mesi, la strada è quella della richiesta di aiuto al Fondo monetario e della domanda di sospensione dei pagamenti o degli interessi sul debito estero.

Da notare alla luce della storia economica del nostro Paese che questa rivoluzione sembra muovere in direzione opposta e contraria al famoso



divorzio tra Banca centrale e governo che pose le condizioni per la riduzione dell'inflazione negli anni 80. La situazione è però molto diversa. Banca centrale e Commissione europea, pur creando condizioni più favorevoli alle politiche fiscali domestiche, dettano a differenza di allora le regole del gioco (inclusa la condizionalità sull'uso delle risorse). E per noi questo "vincolo esterno" è una fortuna perché rappresenta forse l'unica forza in grado di emendare vizi strutturali del nostro sistema economico. Si pone piuttosto all'orizzonte una questione democratica e di rappresentanza.

Finché il sovrano è illuminato tutto va bene, ma non si pone un problema di rappresentanza politica? Chiediamo ad attori potenti come le banche centrali di svolgere ruoli e funzioni sempre più importanti. Non più soltanto il controllo d'inflazione ma anche, direttamente o indirettamente, lo stimolo alla crescita, la stabilità dei mercati finanziari e, in prospettiva, la transizione ecologica. Su quest'ultimo punto è in corso il dibattito sulla varietà di strumenti a disposizione che la Bce potrà adottare, dai limiti all'esposizione delle banche in non *green (brown) asset*, agli incentivi agli investimenti *green* fino alla detenzione di una quota minima di titoli verdi nel bilancio della stessa banca centrale. Tornando alla questione principale la domanda mentre le fazioni dei falchi e delle colombe si posizionano è una sola. Per quale motivo si dovrebbe tornare all'equilibrio delle politiche monetarie e fiscali (e delle regole di bilancio) precedenti? Difficile trovarne qualcuno. L'inflazione *core*, nonostante le tensioni dal lato dell'offerta, la *slowbalization* (il rallentamento della globalizzazione intesa come *trend* di progressiva internazionalizzazione degli scambi all'interno delle filiere del valore globali) e l'enorme liquidità disponibile parcheggiata nelle banche non sembra un problema in Europa e, con i nuovi bilanci carichi dal lato dell'attivo, la Bce ha una pletora di munizioni eventualmente necessarie per contrastarla.

Se un giorno l'enorme liquidità che giace nelle banche e presso le famiglie si mettesse in moto creando prospettive di crescita ma anche pressioni inflazionistiche la Bce non dovrebbe necessariamente correre rapidamente ai ripari con un *quantitative tightening* in direzione opposta al Qe ma potrebbe fare affidamento su una varietà di manovre possibili sulle riserve obbligatorie. Nonostante le tensioni sull'approvvigionamento e gli scambi generate dalla pandemia nelle filiere di prodotto globali la Bce sembra condividere l'idea che si tratti di problemi solo temporanei se guardiamo alla sua ultima decisione di rendere l'obiettivo del 2% simmetrico. In sostanza non più tenere l'inflazione più vicino possibile al 2% senza superare però questa soglia, ma un obiettivo medio del 2% che prevede esplicitamente la compensazione tra periodi in cui la media dell'indice dei prezzi dell'eurozona è sopra e periodi in cui è sotto la soglia. Una scelta strategica di fondo che non segnala affatto la preoccupazione di un aumento dell'inflazione negli anni a venire.

Da un punto di vista politico la rivoluzione delle politiche monetarie e fiscali ha avuto il merito, se non di far evaporare del tutto, di depotenziare sensibilmente l'antieuropeismo che, al di là degli estremismi, aveva una radice razionale nei limiti che l'Ue aveva manifestato nella capacità di fare squadra e risolvere i problemi dei Paesi membri.

Non nascondiamoci che l'esito del dibattito tra falchi e colombe sul nuovo assetto delle politiche Ue post pandemia dipenderà anche dal successo del nostro Piano nazionale di ripresa e resilienza. Siamo il Paese più esposto assieme alla Grecia in termini di rapporto debito/Pil e quello che ha avuto più risorse, approfittando di tutti i margini manovra (altri come il Portogallo hanno prudentemente scelto di usare solo le risorse a fondo perduto). Se daremo dimostrazione di un uso intelligente delle risorse sarà più facile per tutti convenire sul fatto che, al di là di falchi e colombe, la rivoluzione in quattro atti delle nuove politiche monetarie e fiscali Ue scoppiata durante la pandemia ha identificato le migliori condizioni di volo possibili.

60%

Gentiloni e Dombrovskis hanno annunciato una "tregua" sul patto di stabilità. Molti riconoscono che il target del rapporto debito/Pil del 60% ha ormai poco senso.