

L'ANALISI

**DA EUROPA E USA
INTERVENTI
IN TEMPI
E MODI DIVERSI**

di **Marcello Messori** — a pagina 2

L'analisi

**EUROPA E USA, TEMPI E MODI
DIVERSI PER GLI AGGIUSTAMENTI**

di **Marcello Messori**

In molte aree economiche avanzate, la pandemia ha prodotto una convergenza espansiva fra politica monetaria e politica fiscale. Questa convergenza, che ha rappresentato una novità per l'Euro Area ma che ha raggiunto un picco anche negli Stati Uniti, ha trovato giustificazione nell'intensità della depressione economica e del conseguente disagio sociale. Oggi, dopo andamenti differenziati nel primo trimestre del 2021, le economie degli Usa e dell'Unione europea stanno realizzando intensi rimbalzi e si preparano a un periodo di crescita. La positiva fase ciclica statunitense è più accentuata di quella europea; in parallelo, il tasso di inflazione annuale negli Usa ha toccato, in maggio, il 5%. Pertanto, molti responsabili delle politiche economiche hanno iniziato a interrogarsi sull'opportunità di allentare l'espansione e sulla sequenza degli eventuali aggiustamenti monetari e fiscali. Tale interrogativo è reso ancora più cruciale dalle indicazioni prudenti ma orientate a futuri aumenti dei tassi di interesse di policy, che sono scaturite dalla riunione della Banca centrale statunitense (Fed), e dalla contrastata scelta di mantenere invariati i programmi di acquisto dei titoli pubblici e la struttura dei tassi di interesse da parte della Banca centrale europea (Bce).

Anche se non vanno sottovalutate le strette interdipendenze fra le economie

degli Usa e della Ue, i tempi e le modalità dei possibili efficaci aggiustamenti di politica economica nelle due aree sono diversi. Prima del Covid-19, gli Stati Uniti hanno realizzato una lunga fase di crescita ma hanno, anche, aggravato i propri squilibri macroeconomici e le proprie diseguaglianze sociali. Pur avendo rilevanti effetti espansivi sulla domanda aggregata, la politica fiscale elaborata dall'Amministrazione Biden mira soprattutto a correggere quegli squilibri e quelle diseguaglianze. La posta in gioco è il cambiamento nel modello sociale e ambientale degli Usa, combinato con un rilancio delle attività innovative. In questa prospettiva, sebbene l'impennata inflazionistica degli ultimi mesi risulti gonfiata da svariati fattori contingenti (il confronto con la depressione dell'anno precedente, le carenze di materie prime e di semilavorati, le strozzature nelle catene internazionali del valore, l'accelerazione nella circolazione monetaria) e sebbene sia prevedibile un'accelerazione della produttività, la dinamica dei prezzi dipenderà soprattutto dalle variazioni nei livelli occupazionali e salariali e dall'aumento della spesa pubblica. Nonostante i nuovi obiettivi, la Fed non può rimanere prigioniera degli eventi passati. Essa deve porre sotto controllo le determinanti dei futuri rialzi dei prezzi con aggiustamenti graduali ma non

dilazionati.

Negli Stati Uniti, la maggiore difficoltà risiede nel rapporto fra tempi e intensità degli aggiustamenti. Per assicurare la continuità della politica espansiva di bilancio, è bene che la Fed riduca per tempo la portata espansiva della politica monetaria così da non essere costretta a radicali restrizioni future che sarebbero imposte da un'impennata nelle aspettative inflazionistiche e impedirebbero la prosecuzione dell'espansione fiscale. Al contempo, le correzioni della Fed devono essere di tocco leggero per non sovvertire le attuali moderate aspettative inflazionistiche degli investitori finanziari e per non soffocare il varo di politiche fiscali molto espansive.

La Bce sembra fronteggiare problemi meno difficili di quelli della Fed; e non solo perché i tassi correnti e attesi dell'inflazione europea sono più bassi dei tassi statunitensi. Anche nel caso della Ue e dell'Euro Area, le attuali politiche espansive di bilancio promettono cambiamenti di fondo negli assetti istituzionali. In tale caso, il riferimento è però alla politica accentrata di NextGenerationEU (NgEu) che non deve solo fungere da risposta contingente alla pandemia, ma deve diventare il primo passo per un processo di unificazione fiscale in grado di assorbire le future politiche di bilancio di ciascuno dei paesi della Ue. Come ha chiarito il

governatore della Banca d'Italia nelle Considerazioni finali, la realizzabilità di questo processo richiede che i preesistenti debiti pubblici nazionali siano resi sostenibili e siano gestiti dai singoli stati membri. Durante l'emergenza pandemica, le politiche fiscali dei paesi dell'eurozona sono state fortemente espansive anche in assenza di spazi disponibili grazie ai massicci acquisti di titoli pubblici effettuati dalla Bce nei mercati finanziari secondari. L'interazione fra politica monetaria non convenzionale e politiche di bilancio ha, così, evitato il collasso di apparati produttivi nazionali e ha salvaguardato il modello europeo di inclusione sociale. Essa deve continuare per fare sì che, una volta superata la transizione e avviata una fase di crescita, i singoli stati membri della Ue a più alto debito pubblico possano effettuare

gli aggiustamenti di bilancio necessari per rendere sostenibili e gestire tali eccessi di debito.

Le considerazioni fatte confermano che i tempi e la sequenza degli aggiustamenti, richiesti alle attuali politiche economiche espansive, sono diversi negli Usa e nella Ue. Negli Stati Uniti, è bene che la Fed compia la prima mossa a breve termine, selezionando e riducendo gradualmente i propri acquisti mensili di titoli sul mercato, così da proteggere le politiche espansive di bilancio per il ridisegno dell'economia e della società statunitensi. Un graduale ma sollecito contenimento dell'intonazione espansiva della politica monetaria eviterebbe alla Fed di trovarsi impreparata di fronte a peggioramenti nelle aspettative inflazionistiche degli investitori

finanziari e di dover reagire con strette incompatibili con l'espansione fiscale. Per contro, nell'Euro Area, non è auspicabile un'attenuazione delle politiche espansive nel breve termine anche perché, negli ultimi tre lustri, l'economia dell'area ha realizzato apprezzabili tassi di crescita per non più di tre o quattro anni. Il difficile problema di medio periodo è invece quello di sostituire, senza strappi, le politiche nazionali con politiche accentrate a livello di bilancio della Ue. Questa sostituzione aprirebbe la strada ad aggiustamenti nazionali rispetto a preesistenti debiti pubblici in eccesso; il che, come ho già mostrato in un altro articolo sul Sole-24 Ore, richiede il sostegno sia di politiche monetarie espansive e non convenzionali sia della politica fiscale accentrata.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



La correzioni della Fed sono più urgenti, ma dovranno essere gradualmente. Troppo presto invece per l'Euro Area

