

VI LEZIONE

LE POLITICHE MONETARIE E FISCALI PER COMBATTERE LA CRISI E FAVORIRE LA RIPRESA. USA ED EMU A CONFRONTO.

1. *Lo scoppio della crisi negli USA. Il TARP non fu un aiuto di stato* .
La crisi del debito che ha colpito l'Eurozona e l'Italia, e che ha creato disoccupazione, come si è visto, è nata negli USA dal *deficit lending*, la trasposizione al sistema bancario della teoria keynesiana del *deficit spending*.

Questa teoria, afferma che non solo in periodi di depressione ma in linea generale, anche quando l'economia è semi-stagnante, le spese pubbliche in deficit e la riduzione delle imposte senza copertura finanziaria aumentando la domanda globale generano una espansione della produzione, che crea nuovo reddito, che a sua volta viene speso incentivando una nuova produzione.⁸⁵ Sicché la crescita del PIL non si ottiene mediante l'accumulazione di risparmio, per finanziare l'investimento privato e pubblico, ma mediante il deficit di bilancio anche per spese improduttive con seguente espansione del consumo.

Al contrario, se nell'economia c'è troppo risparmio delle famiglie, non c'è un'adeguata domanda di consumi e l'economia non cresce. Quindi il risparmio, nel lungo periodo, è dannoso e il consumo virtuoso.

La crisi ha avuto come epicentro la finanza degli USA, insediata soprattutto nel mercato finanziario di Wall Street, che Keynes -provocatoriamente- descriveva come una sorta di grande bisca e che, nell'epoca della finanza dei mercati globali non aveva ancora adeguate regolamentazioni dei prodotti e dei soggetti della nuova finanza.

Tale mercato finanziario-come si è già visto- aveva avuto denaro facile dalla politica expansionista della Federal Reserve, la quale dal 2001 al 2007 aveva espanso la moneta, peraltro trascurando gli effetti moltiplicativi che venivano generati dai nuovi prodotti finanziari derivati, emessi al di fuori di ogni

regolamentazione.

Le banche negli USA, nel Regno Unito, in Irlanda e in Spagna avevano fatto prestiti per l'edilizia con mutui pari al valore degli immobili che finanziavano e a volte anche per valori superiori a famiglie non dotate di un reddito bastevole per pagare le rate dei mutui, senza avere adeguati parametri patrimoniali per sostenere il rischio delle insolvenze.

Come si è già notato, confidavano keynesianamente nel fatto che la crescita economica connessa al boom edilizio avrebbe generato un nuovo reddito, con cui le famiglie indebitate sarebbero divenute solvibili e che, comunque, ciò avrebbe fatto salire il valore degli immobili oggetto dei mutui in misura tale da soddisfare i creditori, nel caso di insolvenza dei mutuatari.

Le operazioni erano-come si è detto- allettanti per due ragioni, perché i tassi di interesse caricati ai debitori erano più alti di quelli ordinari, dato lo scarso merito di credito dei debitori, e perché davano luogo a lucrose commissioni bancarie e a un lucroso commercio di titoli cosiddetti derivati, i quali consentivano alle banche guadagni maggiori di quelli ottenuti con le usuali attività bancarie.

Ciò in quanto per essi non valevano gli obblighi di parametri patrimoniali vigenti per le operazioni di prestito, trattandosi non di credito ma di commercio finanziario ovvero *trading*. I mutui immobiliari in questione denominati "sub-prime", con un termine eufemistico che vuol significare mutui di scarsa qualità ovvero di seconda scelta, sono stati mescolati a titoli di credito più sicuri con rendimenti ordinari, in modo da dare luogo a prodotti finanziari derivati compositi.

Lo stesso si è fatto mediante la cartolarizzazione dei crediti per interessi e dei rimborsi riguardanti le carte di credito al consumo, che sono state impacchettate con altri titoli in prodotti finanziari derivati composti, venduti dalle banche sul mercato.

Una volta ceduti i derivati che contenevano i mutui immobiliari e le cartolarizzazioni delle carte di credito, le banche potevano fare nuovi mutui e nuovi prestiti con carte di credito. Anche questi prodotti finanziari “derivati” composti con la mescolanza di tipi diversi di crediti, con rendimenti bassi, medi e superiori al normale, davano luogo a rendimenti migliori della media. Avevano, però, elementi di rischio addizionali. Dietro questa finanza non c’erano più risparmi e investimenti effettivi. Alla fine, la bolla è scoppiata.

Negli USA, per combattere la crisi derivante dal *deficit lending*, con Bush nel 2008 non si è adottato il *deficit spending*.

Le banche, le grandi imprese finanziarie dell’edilizia agevolata popolare e le grandi imprese dell’auto sono state salvate mettendo in piedi, nel settembre del 2008, un ente finanziario transitorio: il cosiddetto TARP (*Troubled Asset Relief Program*),⁸⁶ con una dotazione massima di 700 miliardi di dollari, che sarebbe stato gestito dal Tesoro, con crediti concessi di volta in volta, per i vari interventi, da restituire entro un arco di cinque anni, massimo dieci.

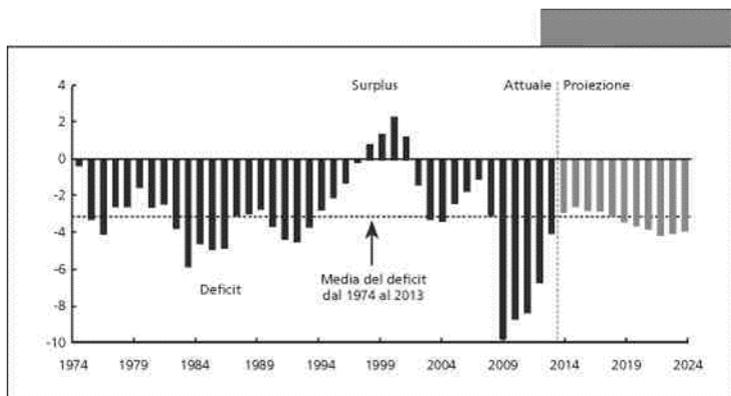
Al 31 maggio 2015, la somma effettivamente sborsata risultava di 427 miliardi e quella recuperata di 441, ossia il 103,2%. Ovviamente una remunerazione del 3,2% per un programma finanziato a tassi prossimi allo zero, che si è esteso per sei anni, comporta una perdita, dati i costi amministrativi, anche nella ipotesi del recupero totale delle somme sborsate. Essa risulta attualmente solo di 13,9 miliardi, salgono a 37 nella previsione sino al termine del TARP. Ossia 3,7 miliardi di dollari all’anno, per dieci anni.

Una cifra minima, considerando che il programma ha consentito di salvare la maggior parte delle imprese americane colpite da una crisi di dimensioni maggiori di quella del 1929, che avessero la possibilità di ritornare in utile, con quei finanziamenti, grazie a ristrutturazioni.

Ma la crisi aveva portato nel 2009 il deficit di bilancio del governo federale degli USA al 9,8% del PIL (Figura 1 e Tabella 1)

FIGURA 1

DEFICIT O SURPLUS DEL BILANCIO DEL GOVERNO FEDERALE DEGLI USA 1974-2024.



Fonte CBO (Congressional Budget Office). Ufficio del bilancio del Parlamento degli USA-2014

TAVOLA 1 . I GRANDI INTERVENTI DEL TARP

Nel settore delle auto il programma è servito a far uscire dalla crisi la General Motors e la Chrysler, comprata da Fiat, che sono state, entrambe ristrutturata e hanno restituito, nei tempi previsti, i prestiti a basso tasso ricevuti. Gli interventi maggiori sono stati quelli per le banche e per il mercato del credito, che sono stati molto numerosi e di importi variabili. Il maggiore ha riguardato il salvataggio di Citigroup, rimessa in sesto rapidamente. L'altro grosso intervento ha riguardato i 600 miliardi di titoli immobiliari degradati posseduti da Fannie Mae e Freddie Mac, istituzioni pubbliche di edilizia agevolata popolare.

I titoli sono stati rilevati dal TARP impedendo il fallimento delle due banche. La gigantesca compagnia assicurativa AIG che aveva subito grandi perdite a causa della

caduta del settore immobiliare ed era in crisi di liquidità è stata aiutata dal TARP e da investitori privati con un credito, di 85 miliardi di dollari in cambio del 79,9% del suo capitale e con un prestito ulteriore di 37,8 miliardi di dollari con cui la sua attività veniva rilanciata. La grande compagnia di assicurazione di prestiti di banche e altri operatori finanziari (compresi i governi) Lehman Brothers, che, a causa della crisi, aveva un indebitamento di 630 miliardi di dollari, invece è stata lasciata fallire, perché il costo del salvataggio appariva eccessivo e in perdita.

Ciò ebbe effetti devastanti sul mercato finanziario, che furono attutiti e poi riassorbiti tramite il QE.

2. La politica fiscale ha seguito precetti neo keynesiani solo in modo parziale e limitato . La ripresa è stata stimolata con la politica monetaria che è stata quantitativista . Anche con Obama ha salvaguardato la stabilità monetaria maneggiando con prudenza il QE

Come si nota dalla Figura 1, tratta dal bilancio di previsione del governo Obama del 2014 per il 2015, il deficit di bilancio degli USA che dal 1994 non aveva mai superato il 3% del PIL, nel 2009 aumentò a tre volte tanto (attorno al 9%) e per altri tre anni rimase fuori norma, passando al 4% nel 2013, riguadagnando il livello del 3% nel 2014, per mantenersi poi al di sotto.

La Tabella 1 mostra che il deficit di bilancio nel 2014 fu in effetti del 2,8%, almeno nel preconsuntivo degli inizi del 2015. Non ci fu una politica fiscale di ampi deficit. La ripresa fu stimolata con operazioni di ingegneria finanziaria tramite politiche del credito basate sul principio del tendenziale pareggio.

mentre Le Federal Reserve, guidata da Ben Bernanke, agevolava la ripresa dalla crisi con misure finanziarie non convenzionali, compreso un QE che consentiva di assorbire parte del nuovo debito pubblico emesso sul mercato.

Ma si nota chiaramente (dalla Tabella 1) che Bernanke, quando nel 2008 il tasso di inflazione era arrivato al 3,8%, aveva tirato il freno a mano in modo drastico, tanto che l'anno dopo esso fu negativo scendendo a -0,4%.

Il QE è stato manovrato dalla FED in modo prudentiale, sicché solo nel 2011 il tasso d'inflazione ha superato in misura sostanziale il 2% che la FED si era posta come vincolo di stabilità monetaria nel perseguimento degli obiettivi di pieno impiego prescritti dal suo statuto.

Solo nella seconda parte del 2011 c'è stato il rialzo anomalo dei prezzi e il tasso sul nuovo debito ha cominciato ad aumentare, ma il QE è potuto continuare con una bassa inflazione domestica, perché i dollari aggiuntivi servivano a pagare le importazioni dai paesi asiatici.

Gli USA, nella politica monetaria erano stati keynesiani nella generazione della crisi mediante una politica monetaria troppo permissiva, paradossalmente attuata da un banchiere centrale non keynesiano come Alan Greenspan, che veniva elogiato da Wall Street perché la alimentava di politica espansiva.

Dopotutto i prezzi al consumo non mostravano grandi segnali di inflazione, ma questa covava nel settore dei cespiti patrimoniali e da lì l'incendio si sarebbe propagato

Ben Bernanke che gli era succeduto, seguace di Friedman, che sosteneva la preferibilità per flussi quantitativi regolari di moneta, non voleva fare l'errore di interrompere troppo bruscamente l'espansione monetaria, fu però costretto a farlo quando non ci fu altra scelta.

Ma non si può affermare che le terapie messe in atto negli USA dal presidente repubblicano Bush e dal suo banchiere centrale Ben Bernanke per risollevare il paese dalla crisi dovuto al *deficit lending* abbiano seguito linee keynesiane.

Il presidente della FED Ben Bernanke, come si è in precedenza fatto notare, ha attuato le politiche di espansione con il vincolo della stabilità monetaria.

Si è apertamente dissociato dalle tesi keynesiane, che chiedevano una maggiore espansione monetaria, di Larry Summers e di Paul Krugman, secondo cui in questo secolo c'è un eccesso di risparmio sull'investimento che tende a causare ristagno.

Neanche nella politica fiscale il governo di Bush, come si è visto sopra, ha generato un deficit di bilancio in base alla ricetta keynesiana di espandere la domanda globale, lo ha attuato per rifinanziare le banche e l'economia con interventi mirati mediante il TARP al fine di effettuare ristrutturazioni come quella del settore dell'auto, che si è conclusa con la restituzione dei prestiti concessi dal governo federale.

Non si è trattato nel complesso di "salvataggi", ma di operazioni economiche, anche se gli interventi a favore di banche e altri operatori finanziari colpiti da crisi di liquidità hanno violato il canone dell'economia di mercato per cui chi sbaglia deve fallire.

Peraltro il fatto che la Lehman Brothers sia stata lasciata fallire, non solo perché "troppo grossa per esser salvata" ma anche perché non aveva solo una crisi di liquidità (aveva anche una crisi di solvibilità), ha impartito una buona lezione.

La politica del governo federale degli USA è ri-diventata parzialmente ed

ambiguamente keynesiana con l'avvento al potere del presidente democratico Obama, il 20 gennaio del 2009, quando oramai il TARP era stato varato.

Dal 2010 in poi la politica di deficit non è servita per combattere la crisi con politiche di riattivazione dell'offerta, ma con politiche orientate socialmente, come la riforma sanitaria con cui Obama ha vinto le prime elezioni e poi ha ottenuto la rielezione.

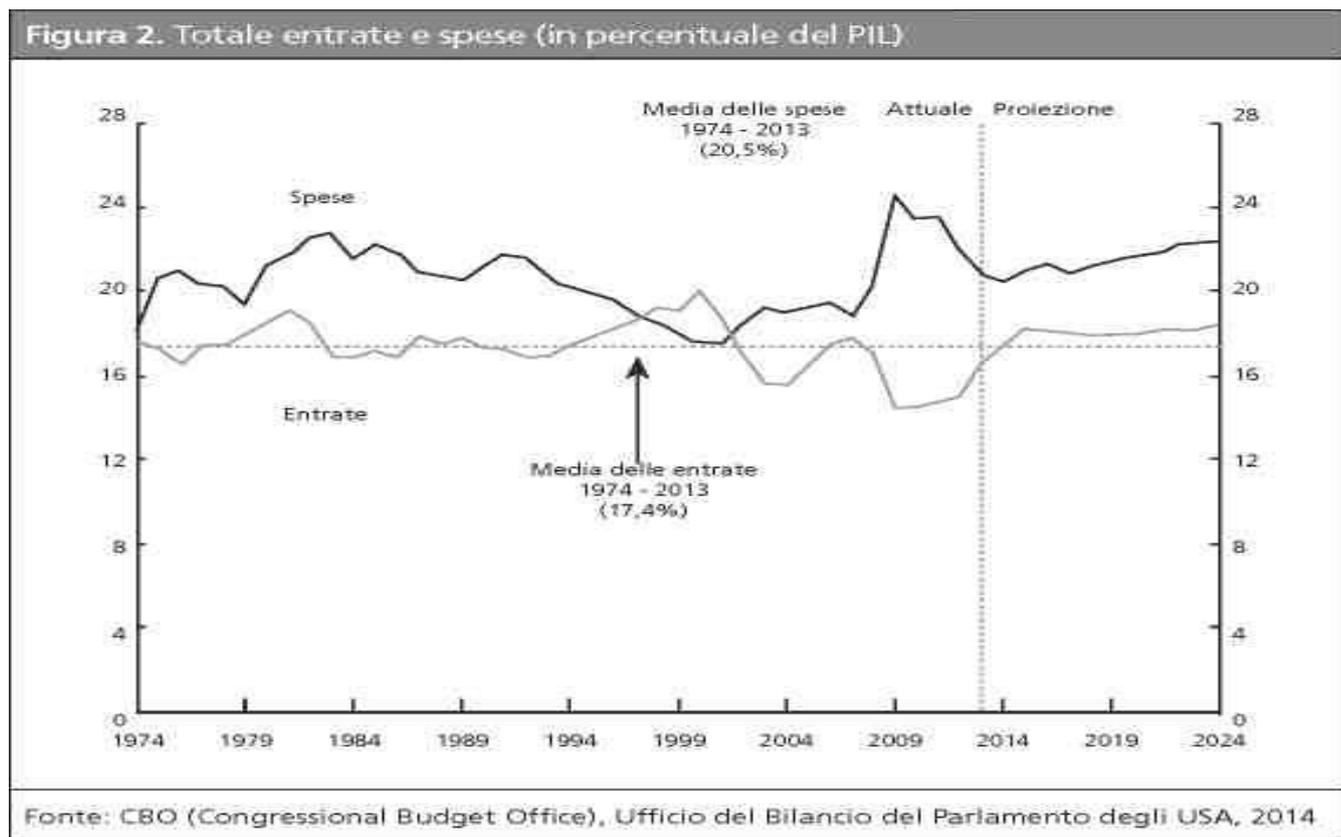
Il bilancio federale aveva alti deficit non solo perché si riducevano le entrate rispetto al PIL, ma anche perché aumentavano le spese che Obama riteneva necessarie, in quanto facenti parte del suo programma sociale, che giustificava innanzitutto in termini di equità. E solo in seconda istanza in termini di efficienza macroeconomica neokeynesiana.

La spesa federale, che nel 2009 era aumentata grandemente rispetto al PIL, a causa delle erogazioni dei sussidi di disoccupazione e del TARP, nel 2010 e nel 2011 non subì, rispetto al PIL, un sostanziale ridimensionamento.

La spesa federale che con Bush, nel 2008, era salita a 2.900 miliardi e nel 2009 a 3.100, con il primo bilancio di Obama del 2010 balzò a 3.600 per salire a 3.800 nel 2011.

Nel 2012 scese a 3.700 a causa della trattativa con i repubblicani sul rialzo del tetto per il volume di debito pubblico federale, ma l'anno dopo tornò a 3.800. Frattanto il PIL, che nel 2008 (Tabella 1) era sceso di 0,3 punti a causa della manovra di stabilizzazione della FED, guidata da Ben Bernanke e che nel 2009 era diminuito ancora di 2,6 punti, nel 2010, con il bilancio espansionista di Obama,

FIGURA 2
ENTRATE E SPESE DEL BILANCIO DEL GOVERNO FEDERALE IN % DEL PIL -1974-2014



aumentava di 1,6 punti in termini reali.

TAVOLA 1

PIL, TASSO DI CRESCITA PIL, DEFICIT/PIL, DEBITO FEDERALE/PIL CON DEFINIZIONE STRETTA E AMPIA, TASSO DI INFLAZIONE, TASSO DI DISOCCUPAZIONE NEGLI USA, ANNI 2006-2015

Anno	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Debito/PIL	63,3	63,9	64,8	76,0	87,1	95,2	99,4	100,1	101,5	
PIL	13,1	13,9	14,5	14,4	14,4	15,0	15,5	16,2	16,8	
Deficit/PIL	1,8	1,1	3,1	9,8	8,6	8,4	6,7	4,5	2,8	
Debito	8,5	9,0	10,0	11,2	13,5	14,8	16,1	16,7	17,8	18,4
Debito/PIL	64,9	64,7	69,0	77,8	93,7	98,6	104,0	103,0	105,9	
Tasso	2,7	1,8	-0,3	-2,6	1,6	2,3	2,2	2,4	2,4	3,1
Tasso	3,2	2,8	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	
Tasso	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	7,1	7,4	6,1	5,5

Fonti: Tesoro e Ufficio del Bilancio USA. I valori sono in dollari, in migliaia di miliardi

Il tasso di inflazione che nel 2009 era stato di -0,4%- sotto le spinte del Quantitative Easing e al deficit di bilancio risaliva a 1,6 nel 2010, per poi

arrivare al 3,2%.

Bernanke, che Obama aveva riconfermato seguiva la sua linea di stabilizzazione monetaria alla Friedman, che – come si è visto- presenta molti aspetti in comune con quella nei classica, che in Italia, si basa sulla grande tradizione di Luigi Einaudi. Come questa, la teoria di Friedman, quanto basata sulla teoria quantitativa della moneta, con considerazione della sua velocità di circolazione, dovuta alla moneta creata dal sistema bancario.

Con questi criteri Bernanke moderò il QE, e -dal 2012- il tasso di inflazione è stato attorno al 2%, con un trend fra l'1,5 e il 2%. Il tasso di disoccupazione nel 2015 è sceso al 5,5%, solo un punto in più che prima della crisi.

Il debito pubblico degli USA è però aumentato enormemente. Nel 2006 era di 8.500 miliardi di dollari. Nel 2012 si era oramai gonfiato a 12, poi a 16 e nel 2015 a 18 mila miliardi.

Nel 2006 era il 63-64% del PIL degli USA. Nel 2012 la sua percentuale era arrivata al 99,4-104%, a seconda del metodo usato per definirlo. Nel 2014 è giunto al 101-106% del PIL.

Una quota elevata di questo debito (circa il 30%) sta nelle riserve delle banche centrali. Sul mercato ce ne è un 70%.

Ma in volume, questo 70% è una massa imponente: si tratta di 13 mila miliardi di dollari.

Ciò può servire, in gran parte, a spiegare perché in Europa la politica di elevati debiti pubblici non sia sostenibile e perché, qui, uno spazio per l'economia keynesiana sia molto esiguo e precario. Ma anche negli USA, anche con un presidente democratico, lo spazio per la politica fiscale neo-keynesiana è diventato precario.

Nel frattempo i repubblicani avevano riconquistato la Camera. In cambio della modifica del tetto al debito chiedevano un taglio delle spese del 2,4%. Lo scontro che si verificò rischiava di portare gli USA alla insolvenza del governo

federale e alla fine ebbe luogo un faticoso accordo, in cui Obama, usando espressioni come “sequestro” e “precipizio fiscale” per il taglio delle spese richiesto dai repubblicani, riuscì a mantenere gran parte delle spese del suo programma, mentre adottava aumenti di imposte.⁸⁷

Il deficit, benché un po' ridimensionato, rimaneva pur sempre al 6,7% del PIL. Ma nel 2014 è sceso sotto il 3%.

Gli USA hanno potuto effettuare questa politica di espansione, con un rapido rientro dalla crisi, con un regime di sostanziale stabilità monetaria (con la sola eccezione del 2011) perché hanno potuto mantenere un deficit elevato nella bilancia dei pagamenti correnti, finanziandolo con nuovi dollari (Tabella 3).

Dato il potere del dollaro, come moneta mondiale di riserva, il risparmio necessario per rilanciare l'investimento è stato ottenuto dall'estero tramite il deficit della bilancia corrente dei pagamenti, senza bisogno di una svalutazione della moneta. Ciò in quanto il dollaro è oramai la valuta di riserva fondamentale e l'offerta addizionale di dollari, derivante dal QE, è stata assorbita agevolmente dai paesi asiatici in forte crescita. Sino al 2011 le emissioni di nuovo debito pubblico USA sono state fatte a tasso negativo o a zero o poco sopra zero, mentre i prezzi rimanevano negli USA a livelli contenuti.

Inoltre, nell'ultimo periodo, gli USA (come si evince dalla Tabella 5) hanno potuto migliorare di parecchio la loro bilancia dei pagamenti correnti, rispetto al trend precrisi, grazie ai nuovi giacimenti di petrolio e di gas, soprattutto gas

87. Si veda Gordon Brady, “Cognitive dissonance, iron triangle and rent seeking: sequester and the fiscal cliff”, in Francesco Forte et al. (a cura di), *A Handbook of Alternative Theories of Public Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2014, pp. 400-412.

delle rocce sabbiose (*shale gas*), diventando esportatori netti di risorse energetiche, mentre erano, in precedenza, importatori netti.

3. L'elasticità della struttura di libero mercato e la quota limitata della spesa pubblica sul PIL che comporta bassa pressione fiscale favoriscono l'efficacia della politica monetaria espansiva ai fini della crescita con stabilità

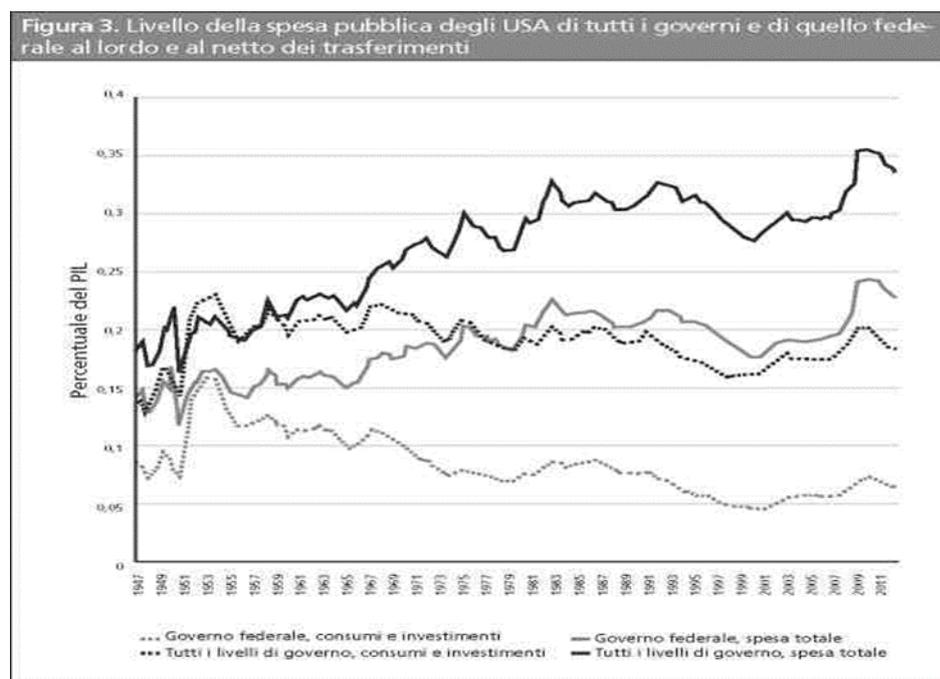
Il sistema economico degli USA è caratterizzato dalla libertà di mercato, sia nel settore del lavoro, che negli altri. E ciò ha favorito le ristrutturazioni effettuate con interventi finanziari statali temporanei e il riemergere della capacità produttiva inutilizzata senza tensioni inflazionistiche. Va anche aggiunto che, grazie al TARP e al QE, il sistema del credito e degli altri intermediari finanziari degli USA è ora molto fluido e, pertanto, il denaro creato dalla FED fluisce realmente all'economia produttiva.

La dimensione del governo, anche sommando quelli statali e locali a quello centrale, è molto moderata, come si vede chiaramente dalla Figura 3.

La spesa del governo federale dagli anni Settanta del secolo scorso fluttua fra il 20 e il 25% del PIL. La gestione della crisi l'ha alzata di 5 punti rispetto al livello precedente del 20%: una percentuale enorme, in quanto pari al 25%. Ma aggiungendo a ciò la spesa dei governi statali e locali la dimensione totale del governo complessivo degli USA, anche nel periodo più critico della crisi, fra il 2008 e il 2011 non ha mai superato il 37% del PIL, mentre- come si vedrà fra poco- in Europa la spesa globale dei governi sfiora il 50% del PIL.

Il livello moderato di spesa pubblica comporta due importanti conseguenze, per la politica di deficit temporaneo, durante un'emergenza. C'è una possibilità di dilatazione maggiore della spesa, a parità di deficit di bilancio, rispetto a paesi che hanno già una dimensione del governo attorno al 45% del prodotto nazionale. Inoltre c'è più margine per un aumento della pressione fiscale.

FIGURA 3. SPESA PUBBLICA SUL PIL DEGLI USA 1947-2014



FONTE.CBO (CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE), UFFICIO DEL BILANCIO DEL PARLAMENTO DEGLI USA, 2014

È evidente, infatti, che se la spesa pubblica è il 35% del PIL, il pareggio del bilancio può essere ottenuto con un insieme di entrate del 35% del PIL. Considerando un volume di entrate patrimoniali fra il 3 e il 5% del PIL, la pressione tributaria è attorno al 30-32% del PIL. La tassazione, con una bassa progressività nell'imposta personale e una bassa tassazione delle imprese favorisce i processi di formazione del risparmio e dell'investimento.

La capacità della politica di QE di fornire a banche, imprese e persone i mezzi finanziari per valorizzare la capacità produttiva non utilizzata di una economia in cui la pressione fiscale è attorno al 30% del PIL e la progressività e la tassazione delle imprese sono, per conseguenza, entrambe molto moderate è assai superiore a quella che il QE può avere una economia con una pressione fiscale che supera il 40% del PIL.

Un deficit di bilancio del 3% è facilmente sostenibile, se il tasso di inflazione

è il 2% e il tasso di crescita del PIL in termini reali è il 2%, in quanto ciò comporta una crescita del PIL monetario del 4.

Ne consegue che, per un paese con un debito pari al 100% del PIL, il deficit del 3% accompagnato dal tasso di crescita reale del PIL del 2% implica una riduzione del rapporto debito/PIL al 99%.

IL QE così, portando la crescita a un livello fra il 2 e il 3% aiuta a realizzare una politica di bilancio con un deficit sostenibile, ossia una politica di finanza pubblica ortodossa. Invero, se il deficit è il 2% del PIL e il debito pubblico il 100% del PIL, il tasso di inflazione del 2% implica una perdita di valore reale del debito del 2%. Pertanto, depurato del tasso di inflazione, il nuovo debito è zero. In termini reali, si persegue la regola del pareggio di bilancio.

In ogni caso, quando il debito pubblico è devoluto a investimenti che danno un beneficio futuro durevole e non genera un aumento del rapporto debito /PIL che è moderato, la regola del pareggio può essere sostituita da quella di invarianza del rapporto debito/PIL, a condizione che il risparmio privato, al netto della quota per gli investimenti pubblici basti per finanziare l'investimento privato o che il deficit di bilancia dei pagamenti correnti che tende a determinarsi, a causa dell'eccesso dei consumi + gli investimenti domestici sul prodotto nazionale, sia pagato con redditi netti dall'estero e da emissioni di moneta di riserva destinata durevolmente alle finanze di altri paesi: la duplice condizione peculiare in cui si trovano gli USA.

4. Il successo limitato delle politiche monetarie espansive della BCE si spiega con l'elevata spesa pubblica sul PIL degli stati dell'EMU, che comporta una elevata pressione fiscale e colla rigidità delle strutture di mercato e l'imperfezione di quelle dell'EMU.

. Gli effetti economici e occupazionali nell'EMU e nell'UE delle politiche monetarie attuate dalla BCE, sono stati molto meno soddisfacenti che negli USA. Infatti, come si nota dal confronto della Tabella 2 con le figure e la tabella

precedenti, riguardanti gli USA, nel 2014 la disoccupazione nell'Unione Europea era ancora al di sopra del 10% e quella dell'Eurozona addirittura sopra l'11%, mentre il tasso di crescita del PIL era solo l'1,3% e quello dell'Eurozona appena dello 0,8%. Mentre il tasso di inflazione era sotto l'1% nell'area europea complessiva e appena lo 0,6% nell'Eurozona, il deficit di bilancio era inferiore al 3% nell'Unione Europea e al 2,5% nell'Eurozona e la bilancia corrente dei pagamenti aveva un anomalo surplus dello 1,6% - tutto dovuto alla anomalia di un surplus del 3% nella bilancia corrente dell'Eurozona.

Questi indicatori- messi assieme- mostrano che era in atto una politica eccessivamente restrittiva, che generava una capacità produttiva inutilizzata e dava luogo a una bassa crescita del PIL nominale, la quale generava un aumento del rapporto debito/PIL che vanificava gli sforzi virtuosi di consolidamento del bilancio.

Non pare, peraltro, che da questo quadro si possa arguire che l'Unione Europea abbia sbagliato politica perché avrebbe dovuto seguire principi keynesiani di maggior deficit dei paesi membri con governi fortemente indebitati.

Piuttosto, sembra che si possa arguire che l'Unione Europea abbia sbagliato politica, per eccesso di zelo, proprio in rapporto alle prescrizioni della teoria fiscale e monetaria neo classica, per l'economia di mercato di concorrenza, che muove dal risparmio che crea l'investimento, in regime di tendenziale stabilità monetaria e di tendenziale equilibrio della finanza pubblica.

Il mondo in questione non è un mondo *anti-keynesiano* in cui si rovesciano le prescrizioni tendenzialmente inflazioniste di Keynes, praticando ricette deflazioniste. È un mondo in cui si praticano la stabilità monetaria e l'equilibrio finanziario e fiscale ai fini di una crescita durevole e di una elevata occupazione, attuate con un mercato di concorrenza, in cui i governi e le politiche delle banche centrali sono sussidiari e conformi al mercato e le politiche sociali vi si integrano.

I risultati europei sono peggiori di quelli degli USA soprattutto perché oltre agli eccessi di rigore, che hanno portato alla deflazione, vi sono le imperfezioni nel mercato unico e i lacci e laccioli, ovvero le bardature che impediscono ad alcune economie, come quella italiana, di sfruttare le proprie potenzialità e vi è una eccessiva dimensione del governo, che comporta un minor spazio per le forze del mercato rispetto agli USA.

TAVOLA 2

.PIL IN TERMINI REALI, TASSO DI VARIAZIONE DEL PIL REALE, TASSO DI INFLAZIONE, DEFICIT/PIL, DEBITO/PIL, SPESA PUBBLICA/PIL, PRESSIONE FISCALE, DISOCCUPAZIONE E SALDO DELLA BILANCIA CORRENTE DEI PAGAMENTI DELL'UE (28 STATI) E DELL'EMU (19 STATI), 2006-2014

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIL in termini reali	12.304	12.462	12.495	11.770	12.268	13.494	13426	13520	13 694
	8.433	8.861	8.906	8.435	8.760	9.693	9607	9621	9697
Tasso di var. PIL	3,4	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,1	1,3
	3,3	3,1	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,9	-0,4	0,8
Inflazione (Tasso)	2,3	2,4	3,71	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6
	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4
Deficit/PIL	-1,4	-0,8	-2,4	-6,9	6,5	-4,5	-4,2	-3,3	-2,9
	-1,3	-0,6	-2,1	-6,4	6,2	-4,0	3,6	2,9	-2,4
Debito/PIL	61,3	58,7	62,5	74,8	80,0	82,5	83,7	85,5	86,8
	68,3	66,0	70,1	79,9	85,3	87,2	89,1	90,9	91,9
Spesa pubblica/PIL	46,8	45,6	46,9	51,0	50,6	49,1	49,3	49,0	48,1
	47,3	46,0	47,1	51,2	51,0	49,4	49,9	49,8	49,1
Entrate pubbliche/ PIL	45,2	44,6	44,6	44,1	44,1	44,3	45,4	45,7	45,2
	45,7	45,3	45,0	44,9	44,8	45,5	46,2	46,8	46,6
Disoccupazione	8,2	7,2	7,0	9,0	9,6	9,6	10,4	10,8	10,2
	8,4	7,5	7,6	9,5	10,1	10,1	11,3	12,0	11,6
Bilancia corr. Pagamenti	-0,8	-0,6	-2,0	-1,1	-0,8	0,2	1,0	1,5	1,6
	-0,1	-0,3	-1,1	-0,6	-0,5	0,5	1,9	2,5	3,0
Fonte: Commissione Europea									

L'Unione Europea ha una struttura di mercato molto meno fluida di quella degli Stati Uniti : nonostante ufficialmente faccia riferimento a un mercato unico, in una economia aperta e di libera concorrenza, essa, a differenza degli USA, non li ha né nel lavoro, né nel capitale, né nell'economia del territorio e delle infrastrutture.

Nell'Unione Europea e, in particolare, nell'Eurozona, non c'è un mercato unico del lavoro, di natura flessibile. I rapporti di lavoro, nelle singole nazioni, sono regolamentati con norme differenti, spesso rigide e/o verticiste. Le componenti previdenziali non sono armonizzate.

Nell'Unione Europea e in particolare nell'Eurozona non c'è un unico mercato dei capitali, dato che l'unione bancaria è ancora allo stato embrionale. Non c'è un mercato unico dei trasporti, delle comunicazioni e dell'energia.

Le strutture di mercato sono meno elastiche che negli USA, anche a causa di una maggior presenza di regolamentazioni pubbliche nell'utilizzo e nella gestione del territorio e nell'edilizia e a causa di un eccesso di imprese pubbliche regionali e locali, in condizioni di (quasi) monopolio, di diritto o di fatto.

Inoltre, come è agevole vedere dalla Tavola 2, anche prima della crisi, nel 2006, la dimensione del governo, nell'Unione Europea, superava il 45% del PIL. Era il 47% nell'area euro e il 46% nell'Unione nel suo complesso. Le entrate pubbliche erano attorno al 45% o superiori, sicché la pressione tributaria era attorno al 40% o superiore.

L'Unione Europea ha subito i contraccolpi della crisi finanziaria degli USA, sia fuori che entro l'Eurozona, in un periodo in cui l'Unione monetaria era ancora agli inizi e in cui le autorità monetarie non avevano ancora alcuna esperienza del modo di comportarsi di fronte alle crisi.

Le regole fiscali e di bilancio del Trattato di Maastricht erano oggetto di critica, a causa della loro palese inadeguatezza, in rapporto alle fluttuazioni cicliche, ma non si era ancora individuato un diverso e plausibile sistema di regole in tale materia.

La Commissione Europea ha applicato i principi di bilancio stabiliti dalle regole di Maastricht, che comportano una procedura di infrazione a carico degli Stati che violano la regola del tetto del 3% al deficit di bilancio. Ha concesso deroghe temporanee a tali regole e ha prescritto percorsi di consolidamento dei bilanci pubblici scaglionati nel tempo, in cambio dell'accettazione di nuove regole, introdotte- con il così-detto Fiscal Compact- senza una discussione approfondita, basate sul pareggio del bilancio corretto per gli effetti del ciclo,

introdotte, anche su richiesta dell'Italia, allo scopo di assicurare i mercati, sulla serietà dei comportamenti di miglioramento graduale. Nelle nuove regole il quasi pareggio del bilancio strutturale, ossia depurato dai fattori ciclici, può essere raggiunto dagli stati membri sia con l'aumento dei tributi, attuato in qualsiasi modo, che con la riduzione delle spese e fra queste non si fa distinzione fra spese correnti e di investimento. E' ovvio che ciò stimoli i governi ad aumentare i tributi, in particolare aumentandone le aliquote e a tagliare le spese di investimenti, due politiche dannose alla crescita e all'occupazione, essendo questo politicamente più facile che contenere le spese correnti e limitare gli esoneri fiscali, che assicurano consensi.

Il calcolo del deficit del bilancio corretto per gli effetti del ciclo comporta di individuare l'effettiva capacità produttiva inutilizzata: si tratta, lo si noti, di una nozione non keynesiana.

Infatti non si tratta di una capacità produttiva potenziale, attivabile automaticamente con la domanda, ma di una offerta preesistente effettiva o potenziale, che è ancora buona, nelle mutate circostanze, perché non deriva da scelte sbagliate di investimento o da scelte buone nel passato, ma oramai obsolete, ma da "colli di bottiglia", difficoltà di ricomporre il sistema, carenza di iniziative imprenditoriali dovute a carenze nel sistema di finanziamento.

Ciò ha portato anche a individuare "riforme" che dovrebbero portare a eliminare quei "colli di bottiglia" ossia "riforme" per eliminare le "bardature" di origine pubblica o consociativa che, come diceva Luigi Einaudi, impediscono al sistema di mercato di funzionare, con i principi di concorrenza e trasparenza, che permettono al risparmio di diventare investimento, al lavoro di essere utilizzato se remunerato secondo la sua produttività, e agli imprenditori di esplicare le loro iniziative senza l'oppressione di imposte e "lacci e laccioli".⁸⁹

Nell'Unione Europea si sono effettuati salvataggi finanziari sia di banche che di imprese industriali, in specie del settore dell'auto, che hanno generato grandi

deficit di bilancio permanenti, perché, a differenza che negli USA, le somme non sono state restituite.

Mentre ufficialmente si criticavano gli USA perché non abbastanza rigorosi, tranne in casi limitati, non ci si è adeguati alla linea per cui i soldi prestati vanno restituiti.

Il salvataggio bancario tramite il TARP negli USA ha comportato un sistema bancario più efficiente. I salvataggi bancari europei, invece, sono serviti a mantenere la precedente frammentazione e le precedenti opacità e solo faticosamente si è avviata (e solo per l'Eurozona) una riforma bancaria, tramite l'Unione bancaria che, peraltro, è ancora solo agli inizi e contiene principi di punizione dei risparmiatori che hanno dato i propri soldi alle banche, che sono andate male, fidandosene: con una deroga ai principi del codice civile sui diritti di proprietà, che contrasta con i principi di libero mercato, che-pure-fanno parte del Trattato vigente dell'Unione Europea, come si è visto in precedenza.

L'effetto della linea cosiddetta del "rigore fiscale" è spesso consistito nell'aumento della pressione fiscale, per finanziare nuove spese sociali rivolte a sostenere i lavoratori colpiti dalla crisi senza preoccuparsi di ristrutturazioni e rifinanziare le gestioni pubbliche in deficit mentre venivano ridotte le spese pubbliche di investimento.

89. L'espressione "lacci e laccioli" non è di Einaudi, ma di Tommaso Campanella negli *Aforismi politici* ed è stata utilizzata da Guido Carli, nell'epoca in cui era Governatore della Banca d'Italia, nelle *Considerazioni finali* alla Relazione della Banca d'Italia del 1973. Egli però riecheggia un gruppo di sette articoli di Einaudi, pubblicati sul *Corriere della Sera* del gennaio-aprile 1919, riediti nel quinto volume delle *Cronache economiche e politiche di un trentennio (1893-1925)*, Torino, Einaudi, 1961, col titolo "Faccia il suo mestiere" (pp. 42-61) che si riferisce allo Stato per i compiti che dovrebbe avere e per quelli impropri che si è assunto. I titoli dei sette articoli sono "Abolire i vincoli!"; "Eseguire i pagamenti!"; "Licenziare i padreterni"; "Arrivare in tempo"; "Relitti della guerra"; "Via le ostriche dallo scoglio"; "Con le ostriche, via gli scogli". Essi suonano estremamente attuali per i problemi dell'Italia nel periodo post-crisi, negli anni 2010 e successivi.

La "politica di rigore" fiscale mirante al pareggio del bilancio, che è stata attuata mediante le regole del Trattato di Maastricht e quelle successive del

Fiscal compact, non ha fatto alcuna distinzione fra l'inasprimento delle imposte e la riduzione delle spese e l'eliminazione di gestioni pubbliche malsane in perdita.

In particolare non lo è stata quando si è trattato di introdurre o aumentare imposte che danneggiano il risparmio e la produttività. Come risultato, nell'Eurozona nel 2014 le entrate hanno raggiunto la cifra record del 46,6% del PIL.

L'adozione delle misure fiscali restrittive da parte di più governi simultaneamente ha creato un effetto deflazionistico di politica fiscale, che avrebbe richiesto l'adozione di misure in senso contrario rivolte a utilizzare la capacità produttiva inutilizzata.

E completamente mancata un'azione di politica fiscale da parte dell'Unione europea compensativa, tramite i fondi del bilancio europeo e gli strumenti finanziari dell'Unione Europea come la BEI e nuovi meccanismi finanziari come le PPP (*Public Private Partnership*).⁹⁰

Nei periodi post-crisi, in cui ci può essere risparmio inoperoso, economisti liberali come Einaudi suggeriscono politiche di investimento azionate dalla mano pubblica, rivolte a obiettivi produttivi: le PPP possono realizzarle con un limitato costo per il bilancio europeo.

90. Le PPP sono strutture finanziarie a capitale pubblico e privato che possono avere per oggetto la realizzazione di infrastrutture o opere pubbliche e/o la gestione di servizi pubblici, con rendimento di mercato, che copre in tutto o parte il costo. Se, ad esempio, manca un 20% di rendimento rispetto a quello di un investimento conveniente, anche con finanziamenti a basso tasso, una quota del 20% dell'operatore pubblico, a fondo perduto, può attivare un investimento di cinque volte tanto, finanziato per 4/5 dai privati.

Ma l'Unione Europea, al riguardo, ha fatto solo proposte che sono rimaste senza seguito o si sono diluite e frammentate nel tempo, per mancanza di concretezza operativa manageriale paragonabile a quella esplicitata dagli USA con il TARP- Il piano Juncker (che prende nome dal presidente della Commissione Europea Junker) del 2014 che doveva mobilitare 315 miliardi di investimenti mediante una dotazione di 16 miliardi tratti dal bilancio europeo, con il coinvolgimento della BEI⁹¹ durante il 2015 non si è saputo successivamente più nulla.

Il rigore fiscale mirante solo alla riduzione del deficit non alle modalità per attuarlo si è accompagnato, nell'Unione Europea e, soprattutto, nell'Eurozona, alla continua violazione dei principi ortodossi dell'economia di mercato e della finanza ed economia pubblica conforme al mercato, e anzi ha accentuato e rafforzato tale violazione.

Fra le bardature, le ostriche attaccate agli scogli e gli scogli, che dovrebbero essere eliminati, ci sono anche le rigidità del mercato del lavoro, le inadeguatezze del sistema bancario.

TAVOLA 3 IL PIANO JUNKER

Il piano Juncker prevedeva la costituzione di un Fondo europeo per gli investimenti strategici (EFSI) con il concorso della Banca Europea degli Investimenti (BEI). L'EFSI è dotato di un capitale iniziale di 21 miliardi di euro, di cui 13 già versati, altri 5 forniti dalla BEI e i restanti 16 da ottenere con economie del bilancio UE. La BEI dovrebbe emettere obbligazioni e raccogliere fondi sul mercato per un totale di 60 miliardi, con cui iniziare i finanziamenti dei progetti, che sarebbero cofinanziati per i restanti tre quarti ($81 \times 4 = 324$) fra il 2015 e il 2017.

5. Le difficoltà all'esplicazione di una politica monetaria espansiva con misure non convenzionali nell'area euro

La Banca Centrale Europea sino a tutto il 2011 non ha esercitato alcuna efficace politica monetaria espansiva atta a contrastare gli effetti deflattivi della politica fiscale, né ha esercitato alcuna azione di stabilizzazione sul mercato secondario del debito pubblico degli Stati membri con alto debito o con difficili condizioni di bilancio, per difenderli da pressioni speculative rivolte a creare corsi anomali dei loro titoli.

La politica monetaria sino al 2011 ha seguito una linea di non compensazione della politica fiscale restrittiva, che -nella somma con questa- era, per gli effetti monetari-finanziari globali- sostanzialmente deflattiva.

Invece, ai fini della stabilità monetaria (che include quella finanziaria come si è più volte sottolineato), la politica monetaria deve tenere conto di quella fiscale e la Banca Centrale, nella sua autonomia, se segue il mandato di stabilità monetaria, vi si deve coordinare. Nei periodi dopo la crisi, essa deve essere espansiva non solo per compensare le politiche fiscali di riduzione del deficit, che hanno effetti restrittivi, ma anche per tenere conto che, nel complesso, in tali periodi, se vi è capacità produttiva inutilizzata, suscettibile di utilizzo, la somma della politica fiscale e monetaria non dee essere neutrale ma espansiva.

Ora, se da un anno all'altro, nel complesso, la somma dei deficit di bilancio dei governi di una data area monetaria, come l'EMU si riduce e il bilancio dell'Unione non esercita alcuna azione compensativa, la politica monetaria dovrà essere "doppiamente" espansiva:

- per compensare quell'effetto deflattivo (politica fiscale-monetaria neutrale)
- per valorizzare la capacità produttiva non utilizzata (politica fiscale-monetaria espansiva)

Ma per evitare l'inflazione o la inutilizzazione degli stimoli monetari occorre la flessibilità del mercato del lavoro di tutta l'area e la capacità delle banche di

tutta l'area di far affluire il "denaro facile" (l'"easy money") all'economia delle imprese e delle famiglie.

Solo con l'insediamento di Draghi alla presidenza della BCE a metà del 2011 la linea è cambiata, ma non in modo tempestivo, date le continue resistenze ed esitazioni dei rappresentanti della Bundesbank, che temevano che questa linea, facilitando l'azione dei governi dei paesi in difficoltà, ne rallentasse le riforme e le politiche di consolidamento.

Che la politica di espansione monetaria sia stata attuata troppo lentamente lo dimostrano la riduzione del tasso di inflazione al di sotto del livello dell'1% con punte negative in alcuni Stati dell'Eurozona, nel 2014, e la creazione, nello stesso anno, di un artificioso surplus della bilancia corrente dei pagamenti dell'Eurozona del 3%, mentre il PIL in alcuni Stati, come l'Italia, registrava una nuova caduta. Solo dal 2015 questo andamento anomalo è stato corretto mediante il QE, rivolto a dare maggior spazio alla espansione. La caduta del PIL, in Italia, ha generato una riduzione di entrate che ha reso più difficile il contenimento del deficit e un aumento vistoso del rapporto debito/PIL

TAVOLA 3

I BILANCI PUBBLICI DEGLI STATI DELL'UNIONE EUROPEA E DI USA E GIAPPONE 2006-2016

Bilancio	Media 2006-2010	2011	2012	2013	Previsioni.2014	Previsioni 2015	Previsioni 2016
Austria	-3	-2,6	-2,2	-1,3	-2,4	-2	-2
Belgio	-2	-4,1	-2,9	-4,1	-3,2	-2,6	-2,4
Bulgaria	-0,6	-2	-0,7	-0,9	-2,8	-2,9	-2,9
Cipro	-1,4	-5,8	-5,8	-4,9	-8,8	-1,1	-0,1
Croazia	n.d	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,6	-5,7
Danimar	1,5	-2,1	-3,7	-1,1	1,2	-1,5	-2,6
Estonia	0,2	1,2	-0,2	-0,2	0,6	-0,2	-0,1
Finlandi	1,6	-1	-2,1	-2,5	-3,2	-3,3	-3,2
Francia	-4,4	5,1	-4,8	-4,1	-4	-3,8	-3,5
Germani	-1,7	-0,9	0,1	0,1	0,7	0,6	0,5
Grecia	-9,8	-	-8,7	-12,3	-3,5	-2,1	-2,2
Irlanda	-10,1	-	-8,1	-5,8	-4,1	-2,8	-2,9
Italia	-3,5	-3,5	-3	-2,9	-3	-2,6	2
Lettonia	-4,4	-3,3	0,8	-0,7	-1,4	-1,4	-1,6
Lituania	-4	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7	-1,5	-0,9
Lussemb	1,6	0,4	0,1	0,9	0,6	0	0,3
Malta	-3,1	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1	-1,8	-1,5
Paesi	-2	-4,3	-4	-2,3	-2,3	-1,7	-1,2
Polonia	-4,8	-4,9	-3,7	-4	-3,2	-2,8	-2,6
Portogal	-6,4	-7,4	-5,6	-4,8	-4,5	-3,1	-2,8
Regno	-6,3	-7,6	-8,3	-5,7	-5,7	-4,5	-3,1
Repubbli	-3	-2,7	-3,9	-1,2	-2	-2	-1,5
Romania	-5,2	-5,3	-2,9	-2,2	-1,5	-1,6	-3,5
Slovacch	-4,7	-4,1	-4,2	-2,6	-2,9	-2,7	-2,5
Slovenia	-3	-6,6	-4	-14,9	-4,9	-2,9	-2,8
Spagna	-4,1	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8	-4,5	-3,5
Svezia	1,3	-0,1	-0,9	-1,4	-1,9	-1,5	-1
Ungheri	-5,5	-5,5	-2,3	-2,5	-2,6	-2,5	-2,2
Unione	n.d	-4,5	-4,2	-3,2	-2,9	-2,5	-2
Euro	-3,3	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2	-1,7
Giappone	-4,5	-8,8	-8,7	-8,5	-7,8	-7,1	-6,5
USA	-7,6	-	-8,9	-5,6	-4,9	-4,2	-3,8

FONTE:COMMISSIONE EUROPEA

Come si nota dalla Tabella 3, l'Italia nel 2011 aveva un deficit di bilancio solo di 0,5 punti di più del 3%. Dal 2012 al 2014 ha costantemente ridotto il suo deficit di bilancio al 3% o al 2,9%. Ma, a causa della riduzione del PIL in termini reali e del modesto aumento dei prezzi nel triennio, il rapporto debito/ PIL che era il 116,5% nel 2011, è diventato nel 2014 il 132% e nel 2015 è salito ancora al 133%.

TAVOLA 4

DEBITO PUBBLICO /PIL STATI DELL'UNIONE EUROPEA, USA E GIAPPONE 2006-2016

Debito	Me	201	2012	2013	Previsio	Previ	Previsione
Austria	72,	82,	81,5	80,9	84,5	87	85,8
Belgio	93,	102	103,8	104,4	106,5	106,	106,4
Bulgaria	16,	15,	18	18,3	27,6	29,8	31,2
Cipro	53,	66	79,5	102,2	107,5	106,	108,4
Croazia	43,	63,	69,2	80,6	85	90,5	93,9
Danimar	35,	46,	45,6	45	45,2	39,5	39,2
Estonia	5,2	6	9,7	10,1	10,6	10,3	9,8
Finlandi	38,	48,	52,9	55,8	59,3	62,6	64,8
Francia	71,	85,	89,6	92,3	95	96,4	97
Germani	69,	77,	79,3	77,1	74,7	71,5	68,2
Grecia	117	171	156,9	175	177,1	180,	173,5
Irlanda	48	111	121,7	123,2	109,7	107,	103,8
Italia	106	116	123,1	128,5	132,1	133,	130,6
Lettonia	24	42,	40,9	38,2	40	37,3	40,4
Lituania	22,	37,	39,8	38,8	40,9	41,7	37,3
Lussemb	12,	19,	21,9	24	23,6	24,9	25,3
Malta	65	69,	67,4	69,2	68	67,2	65,4
Paesi	51,	61,	66,5	68,6	68,8	69,9	68,9
Polonia	48,	54,	54,4	55,7	50,1	50,9	50,8
Portogal	77,	111	125,8	129,7	130,2	124,	123
Regno	56	81,	85,8	87,3	89,4	89,9	90,1
Repubbli	31,	39,	44,6	45	42,6	41,5	41,6
Romania	18,	34,	37,3	38	39,8	40,1	42,4
Slovacch	33,	43,	52,1	54,6	53,6	53,4	53,5
Slovenia	28,	46,	53,7	70,3	80,9	81,5	81,7
Spagna	45,	69,	84,4	92,1	97,7	100	101,4
Svezia	39,	36,	36,6	38,7	43,9	44,	43,4
Ungheria	72,	81	78,5	77,3	76,9	75	73,5
Unione	66,	81,	85,1	87,3	88,6	88	86,9
Euro	72,	86,	91,1	93,2	94,2	94	92,5

FONTE COMMISSIONE EUROPEA

Né si può dire che la deflazione che ha accompagnato, nel 2012-2014, la politica di correzione del deficit attuata dall'Italia soprattutto con aumenti di imposte, in un'economia piena di bardature, fosse necessaria a causa dello squilibrio della bilancia italiana dei pagamenti correnti. Infatti essa, dopo un modesto deficit nel 2012, è andata in surplus nel 2013 e nel 2014 presentava un anomalo saldo attivo del 2%, che permane nel 2015 e nel 2016.

TAVOLA 5 BILANCIA DEI PAGAMENTI CORRENTI. STATI DELL'UNIONE EUROPEA, USA E GIAPPONE 2006-2016

Bilancia dei Pagamenti	Media 2006-2010	2011	2012	2013	Previsione 2014	Previsione 2015	Previsione 2016
Austria	3,1	2,1	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4
Belgio	2,2	0,3	0,6	-1,5	0,4	2,1	2,2
Bulgaria	-15,1	0,9	-1,2	1,6	0,9	1,3	1,2
Cipro	-10,3	-3,4	-5,7	-2	-4	-3,9	-4,2
Croazia	-5,6	-0,6	0	0,1	0,6	2	3
Danimarca	3,3	5,7	5,6	7,2	6,2	6,1	6,2
Estonia	-7,1	1,4	-2,4	-0,4	0,1	-0,3	-0,5
Finlandia	2,9	-1,5	-1,9	-1,9	-1,8	-0,7	-0,4
Francia	-1,3	-2,2	-2,5	-2	-1,7	-0,9	-1,2
Germania	6,1	6,2	7,2	6,9	7,6	7,9	7,7
Grecia	-14	-10,4	-4,4	-2,3	-2,2	-1,6	-1,3
Irlanda	-3,5	0,8	1,6	4,4	6,2	5,7	5,3
Italia	-2,2	-3,1	-0,4	0,9	2	2,2	2,2
Lettonia	-9,1	-3,1	-3,5	-2	-2,9	-2,3	-3
Lituania	-7,3	-3,8	-0,9	1,5	0,6	-0,2	-1
Lussemburgo	8,4	5,8	5,7	4,9	5,3	4,6	4,6
Malta	-6,6	-1,7	3,5	3	2,9	0,6	0,4
Paesi Bassi	6,5	7,1	8,8	8,5	9,9	9	9,4
Polonia	-5,2	-5	-3,8	-1,3	-1,4	-1,8	-2,2
Portogallo	-10,8	-5,6	-2	0,9	0,5	1,2	1,4
Regno Unito	-2,8	-1,7	-3,7	-4,5	-5,5	-4,9	-4,1
Repubblica	-4,5	-4,6	-2,2	-2,2	-0,9	0,4	0,7
Romania	-9,1	-4,7	-4,7	-1,2	-0,5	-0,8	-1
Slovacchia	-5,7	-3,8	0,3	0,8	1,9	1,8	0,7
Slovenia	-2,2	0,9	3	4,8	5,3	5,4	5,6
Spagna	-7,2	-3,3	-0,4	1,5	0,6	1,2	1
Svezia	7,8	5,9	6,3	6,9	5,8	5,8	5,6
Ungheria	-4,4	0,8	1,7	4,2	4,4	5,5	6,2
Unione	-0,4	0,2	1	1,5	1,6	1,9	1,9
Euro Zona	0,1	0,5	1,9	2,5	3	3,5	3,4
Giappone	3,7	2	1	0,7	0,6	1,4	1,7
Stati Uniti	-4,2	-3,1	-3	-2,5	-2,6	-2,2	-2,4

FONTE : COMMISSIONE EUROPEA

Ecco così la possibilità e la necessità di una politica della crescita con bilancio che, tramite la crescita, si avvia più facilmente al pareggio. Einaudi, al riguardo, si pronuncia per un programma di investimenti, azionato dalla mano pubblica ed affidato, in larga misura, alle imprese pubbliche e di pubblica utilità.⁹² Egli, peraltro, come si è visto, sostiene però soprattutto la necessità di azionare le leve bancarie e di rimuovere le bardature che ostacolano gli investimenti delle imprese. Ma, come emerge dalla Tabella 6, l'Italia negli anni della crisi ha continuamente ridotto i propri investimenti, privati e pubblici, sino al 2014 compreso. Solo nel 2015 vi è un limitato recupero.

TAVOLA 6.

DINAMICA DEGLI INVESTIMENTI. STATI DELL'UNIONE EUROPEA, USA E GIAPPONE 2006-2016

Investimenti	Media 2006-2010	2011	2012	2013	Previsione 2014	Previsione 2015	Previsione 2016
Austri	-0,6	6,	0,	-1,5	0,5	0,9	3,2
Belgi	0,9	4	0	-2,2	4,5	0	2,7
Bulga	1	-	4,	-0,1	2,8	-1,7	-2,9
Cipro	3	-	-	-17,1	-18,8	-3,6	3,6
Croaz	-1,3	-	-	-1	-4	-1,8	1,6
Dani	-1,6	0,	0,	0,9	3,7	2,7	3,7
Eston	-6,2	32	1	2,3	-2,8	1	3,2
Finlan	-0,2	4,	-	-5,3	-5,1	-1	2,5
Franci	0,5	2,	0,	-1	-1,5	-0,6	3
Germ	1,4	7,	-	-0,6	3,4	2,1	4,4
Greci	-2,4	-	-	-9,5	2,7	-3,1	7,2
Irland	-8,1	-	5,	-2,8	11,3	9,8	9,9
Italia	-1,9	-	-	-5,8	-3,3	1,1	4,1
Letto	-7,3	24	1	-5,2	1,3	0,5	4,4
Litua	-2,7	19	-	7	8	4,3	5,8
Lusse	1,3	14	2,	-4,5	2,4	2,4	3
Malta	1,9	-	-	2,7	14	19,9	5,6
Paesi	0,5	5,	-6	-4	3,4	4,5	4,2
Polon	7,4	9,	-	1,1	9,2	6,9	5
Porto	-1,2	-	-	-6,7	2,5	3,5	4
Regn	-1,2	2,	0,	3,4	7,8	5,6	5,5
Repu	2,3	1,	-	-4,4	4,5	5	2,5
Roma	5,7	2,	0,	-7,9	-3,5	3,2	4,2
Slova	1	12	-	-2,7	5,7	4,6	3,7
Slove	-2,3	-	-	1,9	4,8	4,3	0,3
Spagn	-3,2	-	-	-3,8	3,4	5,5	5,1
Svezi	1,8	5,	-	-0,4	6,5	4,1	4,5
Ungh	-2,5	-	-	5,2	11,7	4,6	-1
Union	-0,4	2	-	-1,5	2,5	2,6	4,2
Euro	-0,6	1,	-	-2,5	1,1	1,7	4
Giapp	-2,7	1,	3,	3,2	2,6	-0,1	1,7
Stati	-3,3	3,	5,	2,7	3,7	5,6	5,9

FONTE: COMMISSIONE EUROPEA

Il QE sarebbe potuto servire per generare maggiori investimenti, sia dando maggiori disponibilità di mezzi alle banche per farlo, sia operando direttamente con l'acquisto di obbligazioni della Cassa Depositi e Prestiti e di imprese pubbliche come le Ferrovie, l'Enel, Terna e la Snam, sia agevolando il credito delle banche mediante l'acquisto di debito pubblico in loro possesso. Ma i canali bancari funzionano imperfettamente, a causa delle insolvenze, che si sono accumulate negli ultimi anni, riducendo lo spazio per nuovi prestiti, sulla base dei parametri patrimoniali esistenti. Se le banche avessero più risparmio proprio, potrebbero fare più prestiti per le nuove iniziative. Le imprese, a loro volta, non hanno molti mezzi propri per i nuovi investimenti, perché i loro profitti sono limitati e il prelievo fiscale è elevato. La scarsità di risparmio fresco e di investimenti si ripercuote negativamente sul tasso di crescita del PIL. Dopo una decrescita di 4,9 punti in tre anni, fra il 2012 e il 2014, il PIL dell'Italia nel 2015 è aumentato dello 0,6% soltanto, mentre la media dell'Eurozona è l'1,5. Nel 2016 la percentuale di aumento sarà l'1,6%, mentre la media dell'Eurozona è stimata nell'1,9%. Le medie dell'Eurozona sono basse, in confronto a quelle degli USA, e quelle italiane sono basse in confronto a quelle dell'Eurozona.

I malanni che spiegano questo fenomeno non riguardano le politiche monetarie espansive non convenzionali, ma le inadeguatezze nel sistema del credito, nel sistema tributario, nel mercato del lavoro, nella politica del bilancio, nell'eccesso di regolamentazioni e nelle inefficienze del settore delle imprese pubbliche locali.

