

THE CENTRAL BANK, GROWTH AND THE EUROPEAN CONSTRUCTION

*Karl Brunner Distinguished Lecture – ETH Zurigo,
1° ottobre 2026*

MARIO DRAGHI

È un piacere tenere la conferenza dedicata a Karl Brunner. Karl Brunner è stato uno degli economisti le cui idee hanno plasmato quella che sarebbe diventata la costituzione monetaria dell'Europa. Nel 1968 introdusse il termine 'monetarismo' nel lessico corrente dell'economia. Insieme a Milton Friedman e ad altri, contribuì a riaffermare l'idea che l'inflazione sia un fenomeno monetario e che la responsabilità del livello dei prezzi ricada sulla banca centrale.

But Brunner era altrettanto chiaro sui limiti di questa responsabilità. La banca centrale non poteva assicurare da sola la stabilità dei prezzi. Aveva bisogno di un'autorità di bilancio i cui incentivi fossero compatibili con i propri. Se un governo avesse mantenuto disavanzi permanenti tali da far crescere continuamente il debito rispetto al prodotto, sarebbe aumentata la pressione a monetizzare quel debito. Nel tempo, i due regimi non avrebbero potuto coesistere, e quello monetario sarebbe stato il più incline a cedere.

Queste idee sono riconoscibili nel Trattato di Maastricht, che ha attribuito alla BCE l'indipendenza e l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Ha inoltre istituito la separazione tra politica monetaria e politica di bilancio necessaria a rendere sostenibile quell'indipendenza: il divieto di finanziamento monetario, la clausola di non salvataggio e la procedura per i disavanzi eccessivi. Che questa separazione regga nella pratica, tuttavia, dipende da qualcosa di più delle regole. In ultima analisi,

dipende dal rapporto tra il costo del debito e la crescita, o, in breve, da r meno g .

Se il tasso d'interesse (r) che un governo paga sul proprio debito supera il tasso di crescita dell'economia (g), il rapporto debito/PIL aumenta automaticamente, a meno che il governo non registri un avanzo primario. Quanto più ampio è il divario, tanto maggiore è l'avanzo necessario e tanto più forte è la tentazione di esercitare pressione sulla banca centrale perché monetizzi il debito. Questa stessa relazione era centrale nell'analisi di Brunner.

Il quadro europeo conteneva due ipotesi implicite su come mantenere vicini r e g .

La prima era che la crescita sarebbe stata assicurata da altre politiche. La politica monetaria era considerata neutrale nel lungo periodo, mentre la politica di bilancio poteva, al massimo, attenuare le oscillazioni del ciclo. La crescita avrebbe dovuto provenire dal lato dell'offerta, soprattutto attraverso il completamento del mercato unico, e ci si attendeva che l'unione monetaria rafforzasse questi benefici.

I valori di riferimento delle regole di bilancio dell'UE presupponevano una crescita relativamente sostenuta. Un disavanzo pari al 3% del PIL stabilizza il debito al 60% del PIL soltanto se la crescita nominale è del 5% all'anno. All'epoca, ciò significava una crescita reale di circa il 3% e un'inflazione intorno al 2%. Ma mentre la politica di bilancio era disciplinata da regole esplicite e da procedure per garantirne il rispetto, la crescita era in larga misura data per scontata. Dopo il 1992, in assenza di un calendario comune, il progresso verso il mercato unico rallentò e il suo completamento non fu mai raggiunto. Le politiche strutturali nazionali erano coordinate soltanto attraverso raccomandazioni che non prevedevano sanzioni.

La seconda ipotesi era che una banca centrale impegnata a svolgere il proprio compito e governi rispettosi delle regole avrebbero, insieme, fatto scendere i tassi d'interesse. Una banca centrale credibile riduce il premio che gli investitori richiedono per il rischio d'inflazione. Finanze pubbliche solide riducono il

premio richiesto per detenere debito pubblico. Con entrambi in diminuzione, r si sarebbe avvicinato a g . A loro volta, tassi più bassi avrebbero sostenuto gli investimenti e la crescita, alimentando così il processo.

È, a grandi linee, ciò che accadde durante la Grande Moderazione, in due fasi.

Negli anni Novanta, i governi delle economie avanzate ridussero i disavanzi, mentre le banche centrali ancoravano le aspettative d'inflazione. I tassi d'interesse a lungo termine scesero costantemente. Anche le stime dei premi a termine diminuirono, soprattutto nei paesi in cui le banche centrali stavano rafforzando i quadri di politica monetaria. I paesi che si preparavano all'euro beneficiarono due volte: di questo processo e della convergenza verso la moneta unica. I governi determinati ad aderire registrarono, nella seconda metà degli anni Novanta, avanzi primari medi compresi tra il 2 e il 3% del PIL.

La prospettiva dell'euro eliminò il rischio di svalutazione dal loro debito. Nel 1999, i rendimenti a lungo termine in Italia e in Spagna erano diminuiti di oltre 8 punti percentuali rispetto all'inizio del decennio, attestandosi intorno al 4%, a fronte di una riduzione di circa 3 punti percentuali negli Stati Uniti.

Poi, nel primo decennio dell'euro, arrivò la crescita. I tassi più bassi stimolarono l'attività soprattutto nei paesi periferici, grazie agli afflussi di capitale dai paesi centrali e all'espansione del credito e degli investimenti. Dal 1999 al 2007, l'area dell'euro crebbe in termini reali di poco più del 2% all'anno, un valore leggermente inferiore al 3% ipotizzato dalle regole di bilancio.

Quella crescita mantenne r vicino a g : in quegli anni, il divario tra il tasso d'interesse medio sul debito pubblico dell'area dell'euro e la crescita nominale fu, in media, di 0,6 punti percentuali. La banca centrale poteva assolvere il proprio mandato utilizzando soltanto il tasso di riferimento e la sua indipendenza non fu seriamente messa alla prova.

Ma nella costruzione erano presenti segnali d'allarme. La crescita derivava più dal credito e dalla convergenza che dalle riforme del mercato unico sulle quali il quadro aveva fatto

affidamento. Gli avanzi primari della seconda metà degli anni Novanta riflettevano uno sforzo eccezionale per qualificarsi all'ingresso nell'euro: erano molto superiori alla media dal 1960, prossima allo zero. Una volta esauriti quegli avanzi, la stabilità del debito sarebbe dipesa dalla capacità della crescita di tenere il passo con i tassi d'interesse.

Per un decennio, dunque, la costruzione resse. Ma non era ancora stata messa alla prova da un periodo in cui r e g si allontanavano.

Gli anni Dieci: la banca centrale interviene per proteggere la costruzione

La crisi finanziaria, e la crisi del debito sovrano che seguì, rappresentarono quella prova. La crescita che si era fondata sul credito venne meno. E i tassi d'interesse tra i paesi tornarono a divergere, mentre gli investitori cominciavano a dubitare della solidità delle finanze pubbliche di diversi paesi. Il divario tra r e g sul debito dell'area dell'euro si ampliò a 2,8 punti percentuali nel periodo 2008-2011.

Con il crollo della crescita e l'allontanamento di r da g , le autorità responsabili delle politiche macroeconomiche dovettero intervenire e assumersi la responsabilità della crescita. Nella prima fase della crisi finanziaria furono i governi a farlo. Nel 2009 e nel 2010, sia la politica di bilancio sia quella monetaria furono fortemente espansive.

Ma con l'inizio della crisi del debito sovrano, i governi tornarono alla lezione degli anni Novanta: il consolidamento dei conti pubblici avrebbe fatto scendere i tassi d'interesse. Alcuni si spinsero oltre, ritenendo che avrebbe anche aumentato la crescita, ripristinando la fiducia nelle finanze pubbliche. L'orientamento della politica di bilancio divenne quindi nettamente restrittivo. Tra il 2010 e il 2013, il saldo dell'area dell'euro corretto per il ciclo migliorò del 3,7% del PIL. Peggio ancora, questa stretta coinvolse anche paesi che non erano sottoposti alla pressione dei mercati.

Ma le condizioni erano ormai diverse. Negli anni Novanta, il settore privato si era espanso mentre i tassi d'interesse scendevano. Nel 2010, banche e imprese stavano riducendo il proprio indebitamento e non potevano colmare il vuoto lasciato dallo Stato; i moltiplicatori di bilancio erano quindi insolitamente elevati.

Il risultato fu che il consolidamento incise più sulla crescita che sui tassi d'interesse. Dal secondo trimestre del 2011 al primo trimestre del 2013, la crescita fu nulla o negativa per otto trimestri consecutivi. A quel punto, il prodotto dell'area dell'euro era circa il 3,5% al di sotto del suo potenziale. Le simulazioni della BCE indicano che, se la politica di bilancio avesse contrastato la recessione, quel divario sarebbe stato circa la metà.

La stessa debolezza della domanda si trasmise alla politica monetaria, poiché produceva un effetto disinflazionistico sull'intera area dell'euro. L'inflazione di fondo scese allo 0,6% nel gennaio 2015 e le aspettative d'inflazione a più lungo termine si ridussero a circa l'1,5%. Per ripristinare la stabilità dei prezzi era necessario che la politica monetaria diventasse fortemente espansiva.

La debolezza della crescita entrò così tra le preoccupazioni della banca centrale. In assenza di altre politiche a sostegno della domanda, il rilancio dell'economia era il canale attraverso cui la politica monetaria poteva riportare l'inflazione all'obiettivo. Ciò richiedeva alla banca centrale di agire su una scala e con strumenti mai utilizzati prima.

I tassi furono ridotti a zero e poi al di sotto dello zero. Se i mercati ritengono che zero sia il limite minimo, quando i tassi lo raggiungono possono muoversi soltanto verso l'alto, e questa aspettativa si incorpora nell'intera curva dei rendimenti. L'eliminazione di quel limite ebbe quindi un effetto maggiore di quanto la dimensione dei tagli lasciasse supporre. Si stima che, nel momento di massimo impatto, la politica dei tassi negativi abbia aggiunto circa 0,3 punti percentuali alla crescita annua del PIL e 0,2 punti all'inflazione.

Per incidere sui tassi a più lungo termine, la banca centrale acquistò attività finanziarie, soprattutto titoli di Stato. Il meccanismo operava attraverso un canale che Brunner, nella sua lunga collaborazione con Allan Meltzer, aveva contribuito a elaborare: la politica monetaria agisce attraverso i prezzi relativi dell'intera gamma di attività finanziarie, non attraverso un solo tasso d'interesse.

Le attività finanziarie non sono perfettamente sostituibili tra loro. Quando la banca centrale acquista obbligazioni a lunga scadenza, gli investitori che le vendono si spostano su altre attività: titoli di altri Stati membri, obbligazioni bancarie, debito delle imprese. Il premio diminuisce su tutte queste attività e le condizioni di finanziamento si allentano nell'intera economia. Nell'area dell'euro, dove il mercato dei titoli di Stato è segmentato lungo i confini nazionali, questo effetto è, semmai, ancora più forte.

Le misure raggiunsero i loro obiettivi. Nel momento di massimo impatto, ridussero i tassi d'interesse a lungo termine di circa 140-150 punti base. Le stime della BCE indicano che contribuirono a oltre un quarto della crescita dell'area dell'euro tra il 2015 e il 2019. Senza di esse, gli occupati sarebbero stati circa due milioni e mezzo in meno e l'inflazione sarebbe scesa sotto lo zero nel 2016.

All'epoca, la preoccupazione era la dominanza fiscale. Era una preoccupazione infondata, tanto sul piano dei principi quanto su quello della pratica.

Era infondata sul piano dei principi perché gli estensori del Trattato avevano tracciato una linea chiara: la banca centrale non può concedere prestiti ai governi, ma può acquistare e vendere sul mercato i loro titoli per condurre la politica monetaria. Ciò che distingue le due operazioni è la finalità. Con un'inflazione molto al di sotto dell'obiettivo e in diminuzione, gli acquisti di titoli erano essenziali per assolvere il mandato. Si trattava di un esercizio di dominanza monetaria. Se l'inflazione è un fenomeno monetario, la sua responsabilità ricade sulla banca centrale, sia quando è troppo alta sia quando è troppo bassa. La

BCE si assunse pienamente quella responsabilità, secondo le intenzioni degli estensori del Trattato.

La Corte di giustizia dell'Unione europea condivise questa interpretazione. Stabili che gli acquisti rientravano nella politica monetaria e, date le salvaguardie previste, non violavano il divieto di finanziamento monetario.

La preoccupazione era infondata anche nella pratica. Gli acquisti non trascinarono la banca centrale nell'orbita della politica di bilancio. Eliminarono la condition nella quale la dominanza fiscale mette radici: un rapporto debito/PIL che aumenta automaticamente perché r supera g , e con esso la pressione a monetizzare.

Riducendo i costi di finanziamento e sottomettendo a sostegno la crescita, la politica monetaria contribuì a invertire il differenziale tra r e g , che tra il 2015 e il 2019 fu in media pari a meno 1 punto percentuale. Con la riduzione dei disavanzi durante la ripresa dell'economia, ciò fu sufficiente a far scendere il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro dal 93% nel 2014 all'84% nel 2019.

Né gli acquisti legarono le mani alla banca centrale quando l'inflazione tornò, come alcuni avevano temuto. Nel 2022, la BCE aumentò i tassi al ritmo più rapido della propria storia, pur detenendo un ampio portafoglio di obbligazioni e registrando perdite su di esso. È stata l'indipendenza, esercitata correttamente, a proteggere la costruzione e a mantenere separate la politica monetaria e quella di bilancio.

Ma un assetto in cui la banca centrale si fa carico della crescita non è duraturo, e oggi non regge più.

Oggi: tassi globali, crescita locale

Sono ora all'opera due forze che la banca centrale non può, o non dovrebbe, contrastare.

In primo luogo, i tassi d'interesse a lungo termine nell'area dell'euro stanno aumentando, sempre più per ragioni che sfuggono al controllo dell'Europa. Negli ultimi mesi hanno

raggiunto i livelli più elevati degli ultimi quindici anni circa, muovendosi di pari passo con i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitense. È parte di un cambiamento di più lungo periodo. I rendimenti a lungo termine nelle economie avanzate si muovono oggi insieme molto più strettamente di quando l'euro fu concepito. E lo scorso anno, i fattori globali hanno inciso sul tratto a lunghissima scadenza della curva dell'area dell'euro più che in qualsiasi altro anno dell'ultimo decennio.

La costruzione non aveva previsto questa evoluzione. Presupponeva che i governi capaci di tenere in ordine le proprie finanze sarebbero stati premiati con costi di finanziamento più bassi. La disciplina di bilancio continua a essere importante, ma non può isolare un governo dai cambiamenti dei tassi d'interesse globali. Oggi, anche un governo con finanze solide non può controllare pienamente il costo del proprio indebitamento.

Una parte dell'aumento dei rendimenti riflette l'inflazione. Gli shock globali dal lato dell'offerta hanno nuovamente spinto i prezzi verso l'alto, da ultimo attraverso l'aumento dei prezzi dell'energia provocato dal conflitto in corso e dalla perdita di capacità di raffinazione in varie aree geopolitiche. Poiché i rendimenti a lungo termine riflettono l'inflazione attesa lungo la durata di un'obbligazione, un'inflazione più elevata li fa aumentare direttamente.

La parte maggiore dell'aumento riflette l'offerta di debito, soprattutto quella derivante dalla politica di bilancio, che è diventata prociclica in quasi tutte le principali economie e, più che altrove, negli Stati Uniti. Quest'anno gli Stati Uniti registreranno un disavanzo vicino al 6% del PIL e, a politiche invariate, entro il 2030 il loro debito supererà il massimo del dopoguerra.

L'indebitamento privato attinge allo stesso bacino di capitali. Si prevede che, da sole, le maggiori imprese tecnologiche statunitensi investiranno quest'anno quasi 800 miliardi di dollari, prevalentemente in centri dati per l'intelligenza artificiale: una cifra equivalente a circa un sesto degli investimenti annui complessivi delle imprese statunitensi. Gli

investimenti globali nei centri dati potrebbero superare i 3.000 miliardi di dollari entro il 2030. Gran parte di questi investimenti è finanziata a debito: quest'anno le emissioni obbligazionarie legate all'IA potrebbero raggiungere circa 300 miliardi di dollari, equivalenti a circa un terzo delle nuove emissioni nette di obbligazioni societarie statunitensi.

Anche l'Europa sta contribuendo all'offerta di debito, con l'espansione di bilancio di alcuni paesi centrali e disavanzi significativi superiori al 5% del PIL. È improbabile che questa tendenza si inverta. A politiche invariate, il FMI stima che la spesa aggiuntiva cui le economie avanzate europee dovranno far fronte per l'invecchiamento della popolazione, la difesa e la transizione climatica sarà pari a circa il 4,5% del PIL entro il 2040. Si tratta di un aumento a un ritmo circa tre volte superiore a quello dei due decenni precedenti la pandemia. Con una maggiore quantità di debito a lungo termine da detenere, gli investitori richiedono un premio più elevato.

Negli anni Dieci, gli acquisti della banca centrale comprimevano il premio a termine, mantenendo i rendimenti a lungo termine dell'area dell'euro ben al di sotto di quelli statunitensi. Oggi, con l'inflazione superiore all'obiettivo, la banca centrale non può più farlo. Al contrario, riducendo il portafoglio accumulato con gli acquisti precedenti, contribuisce ad aumentare il premio a termine: nell'area dell'euro, di ulteriori 20 punti base entro la fine del decennio.

In secondo luogo, la crescita dell'area dell'euro è rimasta indietro rispetto al livello dei tassi d'interesse con cui deve ora confrontarsi sui mercati globali. Lo stimolo immediato derivante da disavanzi più elevati e dagli investimenti nell'IA si avverte soprattutto negli Stati Uniti, che sono anche nella posizione di beneficiare maggiormente di una più rapida crescita della produttività, se l'IA manterrà le promesse. L'Europa importa per intero l'aumento dei tassi, ma soltanto una frazione della crescita.

Questo divario non è ancora visibile nella spesa per interessi. Il debito emesso nel decennio dei bassi tassi continua a pagare

cedole contenute; pertanto, il tasso medio corrisposto dai governi, pari a circa il 2,25%, rimane ben al di sotto della crescita nominale, intorno al 3,5%. Ma ogni anno circa un sesto di quel debito viene rifinanziato ai tassi attuali, e il tasso medio aumenta di conseguenza. La Commissione prevede che, all'inizio del prossimo decennio, il tasso d'interesse medio sul debito dell'area dell'euro supererà il tasso di crescita.

Sulla base delle tendenze attuali, la crescita non aumenterà abbastanza da colmare il divario. Anno dopo anno, le riforme destinate a generare crescita sono rimaste incompiute.

Il mercato unico dei servizi è un obiettivo dal 1985; eppure, negli ultimi vent'anni, le barriere agli scambi di servizi all'interno dell'Europa non sono diminuite più rapidamente di quelle che incontrano le imprese provenienti dall'esterno. L'unione dei mercati dei capitali è nell'agenda da oltre un decennio e, dal 2014, gli ostacoli che un risparmiatore incontra nell'investire in azioni di un altro paese dell'area dell'euro si sono ridotti della metà rispetto a quelli per investire negli Stati Uniti.

La crescita della produttività nell'area dell'euro è inoltre rimasta molto indietro rispetto a quella statunitense. Dal 1999, il prodotto per ora lavorata è cresciuto a un ritmo pari a circa la metà di quello degli Stati Uniti; dal 2019, i tassi di crescita hanno ulteriormente divergiuto: lo 0,3% all'anno nell'area dell'euro contro l'1,8% negli Stati Uniti.

La necessità di crescere e ciò che può fare la politica monetaria

Il FMI ha recentemente delineato ciò che attende l'Europa se proseguirà lungo il percorso attuale. Se i governi finanzieranno le maggiori esigenze di spesa senza ulteriori misure di consolidamento o riforme, il rapporto debito/PIL medio europeo raggiungerà il 130% entro il 2040. Ponderando per la dimensione delle economie, raggiungerà il 155%.

Un certo consolidamento dei conti pubblici nel medio termine è inevitabile. Ma se dovrà avvenire soltanto attraverso tagli alla

spesa e aumenti delle imposte, difficilmente produrrà i risultati necessari. Negli ultimi tre decenni, un tipico intervento di consolidamento in Europa ha prodotto un aggiustamento complessivo pari al 3-4% del PIL. Ponderando i paesi per la dimensione delle loro economie, quelli che devono intervenire avrebbero ora bisogno di migliorare i saldi primari di circa il 6-7% del PIL, quasi il doppio. E persino lo sforzo minore non è mai stato politicamente facile.

La capacità dei governi di realizzare il consolidamento dipende dunque dalla crescita. Delle due forze che determinano la dinamica del debito, il tasso d'interesse è sempre più stabilito al di fuori dell'Europa. La crescita è quella su cui l'Europa può ancora incidere.

Mezzo punto percentuale di crescita aggiuntiva all'anno, mantenuto fino al 2040 e con una parte delle maggiori entrate accantonata, consentirebbe all'Europa di compiere circa un terzo del percorso verso una traiettoria sostenibile del debito. Lo sforzo restante sarebbe allora vicino a quello che l'Europa è riuscita a realizzare in passato.

Una crescita di quest'ordine è alla nostra portata. Una rapida adozione dell'IA potrebbe aggiungere fino a 0,4 punti percentuali alla crescita della produttività totale dei fattori nel prossimo decennio, mentre le riforme nazionali e quelle del mercato unico, insieme, potrebbero aggiungere circa un altro mezzo punto percentuale all'anno.

Sinceramente senza quella crescita, i rapporti debito/PIL continueranno ad aumentare automaticamente e la tentazione sarà quella di finanziarli attraverso la banca centrale. La storia suggerisce che, di fronte alla scelta tra una forte stretta di bilancio e il finanziamento monetario, i governi si sono rivolti più spesso alla banca centrale anziché assumere in prima persona le decisioni difficili.

Che cosa può fare, dunque, la politica monetaria? La prima priorità è tenere sotto controllo l'inflazione.

In una fase di peggioramento della dinamica del debito, i mercati cominceranno a mettere alla prova la determinazione

della banca centrale. Se inizieranno a dubitare che la stabilità dei prezzi abbia la precedenza sul finanziamento dei governi, il premio per l'inflazione tornerà ad aumentare, i costi di finanziamento saliranno e le posizioni di bilancio peggioreranno. Questo circuito può autoalimentarsi. Finanze pubbliche più deboli accrescono l'aspettativa che il debito venga un giorno monetizzato. Tale aspettativa aumenta le attese d'inflazione, che fanno salire nuovamente i costi di finanziamento, indebolendo ulteriormente le finanze pubbliche. Al limite, la banca centrale non sarebbe in grado di aumentare i tassi senza alimentare le aspettative di monetizzazione.

La seconda priorità è evitare di indebolire la crescita più del necessario. Di fronte a shock inflazionistici, la politica monetaria oggi non può assumersi la responsabilità della crescita, ma può assicurare che il percorso dei tassi di riferimento non sia più elevato di quanto necessario per stabilizzare l'inflazione nel medio termine. Ciò è coerente con la priorità assegnata alla stabilità dei prezzi.

La posta in gioco è alta, perché la crescita è sensibile al percorso atteso dei tassi. Le stime indicano che l'aumento dei tassi a breve termine attesi ridurrà la crescita complessivamente di 1,1-1,3 punti percentuali nel periodo 2026-2028. Gli effetti della stretta monetaria possono inoltre protrarsi oltre la sua durata. La crescita della produttività è solitamente considerata prerogativa delle politiche strutturali e di bilancio, non influenzata dalla politica monetaria. Ma sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, circa la metà della crescita della produttività dal 1999 è derivata dall'aumento del capitale per lavoratore, che dipende dal costo del capitale. Frenando gli investimenti e l'innovazione, una politica restrittiva può ridurre la produttività e il prodotto potenziale per un certo periodo. Con una crescita potenziale di poco superiore all'1%, l'Europa ha poco margine d'errore.

Quando gli shock sono frequenti e complessi, individuare correttamente il percorso dei tassi è in larga misura una questione di comunicazione: i mercati devono comprendere

come reagirà la banca centrale nei diversi scenari. La ragione è che i mercati non incorporano nei prezzi un unico percorso dei tassi d'interesse. Incorporano tutti i percorsi che ritengono possibili, ponderati per la loro probabilità, e il percorso dei tassi oggi riflette quella media.

Se i mercati sanno come reagirà la banca centrale, la maggior parte del peso si concentra su un solo percorso. Se non lo sanno, devono considerare altre possibili reazioni: ad esempio, che in presenza di shock dal lato dell'offerta le banche centrali si limitino ad aumentare i tassi in linea con l'inflazione complessiva. Questa possibilità spinge la media verso l'alto e il percorso atteso dei tassi può risultare più elevato di quanto richieda la stabilità dei prezzi.

È importante, soprattutto in un momento in cui i fattori globali svolgono un ruolo maggiore nello spingere verso l'alto i rendimenti in Europa, assicurare che il percorso atteso dei tassi di riferimento rifletta le intenzioni della banca centrale, e non l'incertezza su come reagirà. Il valore attribuito oggi alla comunicazione rende evidente che la competenza più necessaria è la capacità di spiegare.

Un percorso per il rinnovamento europeo

Il principale motore della crescita nel lungo periodo, lo sviluppo e la diffusione delle nuove tecnologie, è al di fuori della sfera d'influenza di qualsiasi banca centrale. La crescita dovrebbe diventare un obiettivo esplicito condiviso da tutti i governi.

La risposta abituale dell'Europa, con ogni paese che agisce per proprio conto, non sarà sufficiente nel mondo con cui deve oggi confrontarsi. Le riforme nazionali restano importanti, ma non possono offrire la scala da cui dipendono ormai la tecnologia e, quindi, la crescita. Soltanto l'integrazione può farlo.

Una recente ricerca mostra quanto costi l'assenza di scala. Tra il 2008 e il 2023, il divario tra il valore delle imprese quotate americane e quello delle imprese europee è cresciuto da circa

3.000 a 34.000 miliardi di dollari. Il divario non dipende da poche imprese superstar né da differenze nella composizione settoriale. È più ampio tra le imprese giovani e nei settori in cui i rendimenti di scala sono maggiori.

La stessa ricerca ne indica la causa. Le imprese europee continuano a crescere insieme alle economie dei loro paesi: a un aumento dell'1% del PIL di un paese si associa un aumento dello 0,8% delle vendite delle suas imprese, mentre le vendite delle imprese americane non mostrano alcuna relazione con la dimensione dello Stato in cui hanno sede.

Le riforme sovranazionali sono quindi diventate la leva più importante per la crescita. Un piano dettagliato per realizzarle è stato delineato nel rapporto sulla competitività europea e gran parte di esso è ora inclusa nella tabella di marcia congiunta dell'UE. La prima cosa che dobbiamo fare è attuarla.

Ciò renderà anche possibile finanziare gli investimenti di cui l'Europa ha bisogno nella tecnologia, nell'energia pulita e nella difesa, in una fase in cui le finanze pubbliche sono sotto pressione.

Completare il mercato unico e l'unione dei mercati dei capitali aumenterebbe il rendimento del capitale in Europa, che per le grandi imprese europee è inferiore di circa un quinto a quello degli Stati Uniti. Insieme a una politica monetaria che mantenga i tassi non più alti del necessario, questo consentirebbe al settore privato di sostenere una quota maggiore degli investimenti. Una parte più ampia dell'elevato risparmio europeo potrebbe così essere investita in Europa, e si potrebbero attrarre più risparmi dall'estero, mentre gli investitori cercano di diversificare rispetto alle attività statunitensi. Lo scorso anno, le emissioni internazionali di debito in euro hanno raggiunto il livello più elevato dall'introduzione della moneta unica e gli afflussi di investimenti di portafoglio dall'estero sono stati vicini ai massimi storici.

Una crescita più rapida migliorerebbe, a sua volta, il rapporto tra crescita e tassi d'interesse, creando spazio per gli investimenti pubblici senza indebolire la sostenibilità del debito.

E lo spazio di bilancio aumenterebbe ulteriormente se tali investimenti fossero attribuiti al livello, nazionale o europeo, in cui risultano più efficienti.

L'IA è oggi uno degli esempi più chiari. Un accesso sicuro alla capacità di calcolo avvantaggia tutti gli europei, ma l'offerta è insufficiente quando ciascun paese agisce da solo. L'UE ospita meno del 5% della capacità di calcolo mondiale per l'IA. Un recente studio stima che portare questa quota al 15% entro il 2030, grosso modo in linea con il peso dell'UE nell'economia mondiale, richiederebbe investimenti per circa 1.300 miliardi di euro.

La quota di intervento pubblico necessaria a ridurre il rischio di questi investimenti, stimata in circa 100 miliardi di euro, si presta particolarmente a essere finanziata attraverso il bilancio dell'UE. L'intero importo assorbirebbe soltanto circa il 5% del prossimo bilancio, attualmente in fase di negoziato, e alleggerirebbe i bilanci nazionali mentre sono impegnati nel consolidamento. È una somma pienamente alla nostra portata.

La condizione di Brunner resta valida: una banca centrale può mantenere stabile la moneta soltanto se i governi tengono sotto controllo il proprio debito. Ciò che è cambiato è il modo in cui questa condizione può essere soddisfatta. Un quadro di regole di bilancio non può soddisfalarla da solo quando la crescita è debole. Quanto più avanza l'integrazione, tanto più saldamente la crescita può rimanere al di sopra dei tassi d'interesse e tanto più la banca centrale sarà protetta dalle pressioni politiche. Crescita e indipendenza si rafforzano così a vicenda.

Una generazione fa, l'Europa si è dotata di una costituzione monetaria che ha retto a tutte le crisi successive. Si fonda su una banca centrale indipendente, con una chiara priorità per la stabilità dei prezzi, e sulla disciplina di bilancio. Quel quadro resta quello giusto.

Ma perché questa costituzione duri nel tempo, i legislatori nazionali ed europei devono ora assumersi pienamente la responsabilità della crescita come obiettivo dell'Unione. Se lo faranno, metteranno l'Europa sulla strada del rinnovamento.