



© ISTOCK - NT0100

# Populisti e banchieri centrali nemici (non) per caso

*Grecia, Cipro, Venezuela, Turchia e USA sono esempi concreti del conflitto sull'indipendenza delle autorità monetarie*

di Donato Masciandaro

**P**opulisti e banchieri centrali sono destinati a entrare in conflitto. Le caratteristiche tipiche delle politiche economiche populiste – miopia e redistribuzione – sono incompatibili con un disegno delle regole in cui la politica monetaria è gestita da burocrazie indipendenti. In questi anni abbiamo avuto già l'esempio della Grecia. Più recente quello della Turchia. Altri potrebbero seguire.

Il fenomeno del populismo ha di recente interessato più di un Paese europeo. Quali sono le caratteristi-

che di una politica economica populista? Traducendo le indicazioni offerte dalla più recente scienza della politica, possiamo attribuire a una politica economica populista almeno due caratteristiche – redistribuzione e miopia – che ne producono una terza: avversione verso le autorità indipendenti. Procediamo per gradi. In termini semplici si può definire il populismo come la tutela immediata del popolo contro le élite. In termini di politica economica, l'essere contro le élite significa dare alle scelte pubbliche un obiettivo redistributivo. Allo stesso tempo la tutela immediata significa guar-

dare agli effetti presenti delle scelte pubbliche, trascurando, posticipando – o peggio nascondendo – gli effetti futuri. Per esempio: l'annuncio di una politica di reddito minimo universale finanziata attraverso l'espropriazione di beni immobiliari di pregio, senza una contabilità che mostri quale sia l'impatto di tale decisione almeno su crescita economica, conti pubblici e mercato immobiliare, sarebbe un perfetto esempio di politica populistica.

Se il populismo in politica economica significa mixare redistribuzione e miopia, un suo corollario è l'avversione alle istituzioni

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

pubbliche indipendenti dalla politica. Come è stato autorevolmente ricordato nelle considerazioni dell'allora presidente della Consob Mario Nava lo scorso giugno, le democrazie liberali si fondano su due pilastri: le elezioni e le autorità indipendenti. Queste ultime svolgono un ruolo fondamentale e insostituibile, in quanto garantiscono la tutela di beni pubblici essenziali per i cittadini, qualunque siano gli interessi ideologici o elettorali dei governi in carica. In altri termini, il sistema delle autorità indipendenti rappresenta un fulcro essenziale del meccanismo di pesi e contrappesi che garantisce il funzionamento regolare delle democrazie, riducendo i rischi di politiche miopi e/o partigiane da parte dei governi in carica.

Dunque il populismo finisce per identificare una preferenza per politiche redistributive e miopi, e al contempo un'avversione per le autorità indipendenti. Quanto più tale definizione

identifica i governi populistici, tanto più sarà probabile che tali governi entrino in conflitto con la moderna architettura della banca centrale e della politica monetaria, che non è stata finora messa in discussione neanche dalla Grande Crisi.

Ma quali sono gli elementi essenziali di tale architettura? Ricordiamoli in pillole. Prima della Grande Crisi, il compito dei banchieri centrali nei Paesi avanzati era chiaro, sulla base di due assiomi. Innanzitutto la politica monetaria deve essere sottratta al controllo quotidiano da parte dei governi. I governanti, che basano il loro successo sul consenso politico, hanno la sistematica tentazione di usare la moneta per risolvere qualsiasi problema congiunturale, proprio perché è la scorciatoia politicamente più conveniente. L'uso sistematico della mo-

netà è però distortivo: alla lunga, attraverso il meccanismo delle aspettative, produce solo distorsioni e bolle, che possono essere di volta in volta processi inflazionistici, e/o eccessi finanziari, che possono riverberarsi sul credito, e/o sui mercati mobiliari, e/o su quelli immobiliari.

In secondo luogo, e di conseguenza, la politica monetaria deve essere delegata ad autorità tecniche, con un obiettivo prioritario, appunto la stabilità dei prezzi. Un'autorità, per essere credibile, deve avere un unico obiettivo macroeconomico. L'indipendenza dei banchieri centrali diventava quindi un diritto/dovere; solo così, stabilizzando le aspettative, si dava un contributo alla crescita economica. I due assiomi furono

redistributive, dunque con una valenza politica che richiede una responsabilità politica, che può e deve essere del governo esecutivo.

E qui emerge in tutta evidenza il potenziale conflitto con il populismo. Da un lato, una burocrazia indipendente non può piacere a chi – come il populista – ritiene che tutte le politiche economiche – inclusa quella monetaria – devono poter essere gestite dal politico con la massima discrezionalità per ottenere effetti immediati e redistributivi. Dall'altro lato, più la politica monetaria entra di fatto anche nei perimetri della politica fiscale e bancaria, più accentua i suoi effetti – effettivi o potenziali – di redistribuzione del reddito, legittimando la

domanda di ingerenza del politico in generale, e del populista in particolare.

Aggiungiamo infine anche un connotato – per così dire – antropologico all'epidermica avversione che i populistici possono nutrire nei confronti dei banchieri centrali: la natura fisiologicamente elitaria e tecnocratica di questi ultimi. L'economista indiano Rajan ha notato che «con i loro dottorati di ricerca, il loro gergo da iniziati, i loro incontri in posti esclusivi come Basilea o Jackson Hole i banchieri centrali finiscono per rappresentare la quintessenza di quelle élite globali che i populistici amano detestare».

Il potenziale conflitto tra populismo e indipendenza della banca centrale non è configurabile solo in termini generali; esso è concretamente emerso in almeno quattro recenti situazioni macroeconomiche. E altri casi non sono da escludere.

Il potenziale conflitto tra populismo e indipendenza della banca centrale non è configurabile solo in termini generali; esso è concretamente emerso in almeno quattro recenti situazioni macroeconomiche. E altri casi non sono da escludere.

## 2015: Tsipras e la Banca Centrale Europea

Un primo caso in cui l'incompatibilità tra orientamento populista da un lato e politiche monetarie co-



no incorporati in modo pieno nello statuto della Banca Centrale Europea (BCE), a cui non furono date responsabilità fiscali, e neanche di vigilanza bancaria. Poi è arrivata la Grande Crisi, che ha posto il tema della stabilità finanziaria. l'urgenza di dare comunque delle risposte ha spinto governi e banche centrali a un riavvicinamento i cui esiti sono tutti ancora da scoprire. Da un lato, i banchieri centrali – inclusa la BCE – hanno visto i loro poteri aumentare; questo di solito alle burocrazie può non dispiacere, anzi. Dall'altro lato, l'aumento del perimetro delle competenze dei banchieri centrali consente legittimamente ai governi di ridiscutere la distanza di braccio che si era creata dal governo della moneta. Più la banca centrale svolge azione con effetti fiscali, o bancari, più le conseguenze possono es-

erenti con l'indipendenza della banca centrale dall'altro emerge in tutta evidenza nel perimetro dell'Unione Europea nel momento in cui occorre gestire la crisi del debito greco.

Era l'estate del 2015. A Bruxelles la Commissione lavorava per trovare un accordo sul caso Grecia, al fine di scongiurare il rischio di un default, anche parziale, dei suoi titoli sovrani. Nello stesso tempo a Francoforte Mario Draghi definiva una strategia di politica monetaria che provava a far quadrare un cerchio: gestire la crisi greca senza violare le regole europee poste a presidio dell'indipendenza della BCE.

Il punto di partenza sono i principi che una banca centrale deve seguire, nel momento in cui deve decidere se erogare o meno finanziamenti a una banca commerciale. I principi tradizionali – o regola di Bagehot – sono essenzialmente tre.

Innanzitutto la banca commerciale deve essere illiquida, non insolvente, cioè deve avere delle attività solide, in modo da evitare che venga stampata moneta pubblica per tutelare interessi privati, cioè evitare di utilizzare denaro di tutti i contribuenti per salvare imprese o imprenditori specifici. La BCE avrebbe potuto dunque continuare ad accettare titoli del debito greco, solo alla condizione di poterli giudicare credibilmente solvibili, cioè in assenza di un default della Grecia.

In secondo luogo il finanziamento pubblico deve essere erogato a condizioni penalizzanti, ovvero sia lo sconto applicato al valore delle attività in garanzia e/o il tasso di interesse applicato non devono essere di favore. Occorre evitare che condizioni lasche incentivino comportamenti devianti nei banchieri, nelle banche centrali e nei politici. Questo principio tradizionale è stato in realtà esplicitamente messo in soffitta durante la Crisi Finanziaria iniziata nel 2008, anche alla

luce della dolorosa esperienza fatta negli anni Trenta. Quando a essere in difficoltà non è una singola banca, ma rischia di esserlo l'intero sistema bancario, le condizioni di credito non possono essere penalizzanti, altrimenti si rischia di peggiorare la crisi. In questi casi, si decide di scambiare la tranquillità dell'oggi, con un rischio di maggior instabilità domani. È questo il comportamento che la BCE ha adottato durante tutta la gestione della Grande Crisi, giustificandolo in quanto coerente con l'obiettivo primario di tutelare la stabilità monetaria dell'euro. In questo senso in quei mesi si era espressa anche la Corte Europea di Giustizia: l'azione della BCE fu considerata legittima rispetto ai suoi obiettivi statuari.

In terzo luogo il finanziamento della banca centrale deve essere temporaneo. In quei giorni questa ultima caratteristica avrebbe potuto essere considerata il tallone d'A-

chille della strategia della BCE. Una banca centrale può stampare moneta pubblica solo assumendosi un rischio limitato, in quanto temporaneo. Ma il rischio di default della Grecia stava assumendo caratteristiche sempre più difficilmente classificabili come temporanee.

Poi arrivò il referendum proposto dal Presidente Tsipras sull'accettabilità delle condizioni poste dalla cosiddetta *troika* (Commissione Europea, Fondo Monetario Internazionale e BCE) per rifinanziare il debito greco. Nei giorni precedenti al referendum fu subito evidente che, qualunque fosse stato l'esito della consultazione popolare, il futuro sarebbe dipeso dalle decisioni della BCE, la cui strategia sarebbe stata a sua volta legata al fattore P, vale a dire alle scelte politiche degli altri due maggiori attori: il governo greco e i politici europei.

Il bivio era semplice: se entrambi i protagonisti avessero declinato il

**Quando è in difficoltà l'intero sistema bancario, le condizioni di credito non possono essere penalizzanti**



© STOCK - MARANECK

© Eggs SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

fattore P con la maiuscola, guardando entrambi prima di tutto a evitare una crisi bancaria, il dopo referendum avrebbe comunque seguito uno svolgimento ordinato, sotto la regia della BCE. Altrimenti, se almeno uno dei due attori politici avesse assunto un orizzonte miope, sarebbe iniziato un viaggio in acque sconosciute per tutti. Come aveva già insegnato il caso Cipro.

L'intreccio tra scelte della BCE e fattore P partiva da un dato di fatto: il referendum indetto dal governo greco non avrebbe ridotto l'incertezza, che è la condizione che a tutti in quel momento avrebbe fatto comodo. Le fonti di incertezza erano infatti più di una: quale delle due posizioni avrebbe vinto? Quale sarebbe stato lo scarto tra i vincitori e i perdenti? E quali sarebbero state le interpretazioni che i vari attori avrebbero dato del risultato del referendum?

Ma l'incertezza avrebbe potuto essere il detonatore della crisi bancaria. Le banche greche avevano già dichiarato che la liquidità era agli sgoccioli. Quindi l'immediato problema, appena reso noto il risultato, sarebbe stato quello di evitare una disastrosa corsa agli sportelli, fino a quel momento scongiurata con la chiusura delle banche, le restrizioni all'uso della moneta e i vincoli ai movimenti dei capitali. Quindi tutti gli occhi erano puntati sulla BCE. Ma cosa avrebbe potuto fare Draghi? Tutto dipendeva dal fattore P, con due scenari, uno buono e uno cattivo.

Lo scenario buono – che è quello che poi si è verificato – è che per il dopo referendum sia il governo greco sia i politici europei avessero un comune obiettivo: evitare la crisi bancaria. L'orientamento cooperativo tra il governo greco e l'Unione avrebbe poi generato una situazione con banche messe nella condizione di operare in modo regolare.

L'opzione che poi concretamente si realizzò fu quella di un mantenimento pieno dell'euro in Gre-

cia: la soluzione cooperativa dava la garanzia politica alla BCE che i titoli di Stato greci avrebbero potuto continuare a essere considerati solvibili. La malleva fiscale sulla stabilità bancaria sarebbe stata ancora garantita dall'Europa. La BCE di conseguenza avrebbe ancora potuto provare a continuare a definire – come ha fatto poi nella realtà – una linea di azione che fosse al contempo compatibile con il suo mandato e idonea a consentire alle banche greche di continuare a operare. Peraltro nel 2015 era evidente che quella soluzione aveva riportato alla normalità anche il caso Cipro: un Paese escluso dal mercato dei capitali, avendo come unico finanziatore la Russia, colpito da una corsa agli sportelli, in quei mesi era definitivamente fuori dall'occhio del ciclone, dopo aver sperimentato cosa significa quando i politici scelgono soluzioni miopi.

In assenza di una soluzione cooperativa, i rischi di instabilità bancaria salgono in modo esponenziale. A Cipro dal gennaio 2011 il governo decise di tenere un comportamento non cooperativo, rifiutando di concordare un piano di consolidamento dei conti pubblici in disequilibrio. Dalla stessa estate, fu l'Europa a essere non cooperativa: prima il Consiglio Europeo introdusse con un colpo di teatro il principio del salvataggio privato delle banche, poi l'Autorità Bancaria Europea calò l'asso di briscola, con norme che penalizzavano la detenzione nei bilanci bancari di titoli pubblici. Fu l'inizio dello tsunami, anche per Cipro: nel giugno 2012 il Paese perse progressivamente l'accesso al mercato dei capitali, il rating, la solidità delle sue banche, l'accesso al rifinanziamento della BCE.

La Grecia arrivò a un passo dal ripetere l'esperienza di Cipro. In assenza di un accordo sul debito pubblico, i conti pubblici greci sarebbero stati in bancarotta; se i titoli del debito greco fossero diventati car-

ta straccia, le banche greche che li avevano in portafoglio e soprattutto che li utilizzavano per ottenere il credito dalla banca centrale sarebbero state esse insolventi. La loro illiquidità sarebbe stata determinata dalla loro insolvenza, non il contrario. Un passaggio banale, ma che all'epoca era offuscato da cinque narrative utilizzate dai populistici, tutte false.

La prima falsa narrativa è che in realtà il debito pubblico greco non fosse affatto insostenibile; se il debito pubblico non era insostenibile, le banche greche erano solvibili, quindi sbagliava la BCE a non erogare liquidità. La BCE diventava così bersaglio delle critiche dei populistici. La presunta sostenibilità del debito pubblico greco – allora pari al 180 per cento del prodotto interno lordo – si poggiava su due assunti: presunte simulazioni su scenari pluridecennali che avrebbero portato il valore attuale del debito a dimezzare il suo rapporto con il prodotto interno lordo, assumendo una capacità della Grecia di crescere da quel momento in avanti a un ritmo stabile di lungo periodo di almeno il 2 per cento annuo. Un'ipotesi quanto meno arida.

Oppure – ed era la seconda falsa narrativa – si affermava che per rendere il debito pubblico greco sostenibile sarebbero bastate due mosse congiunte della BCE; da un lato, occorreva che l'espansione quantitativa della moneta avesse come obiettivo la minimizzazione dell'onere fiscale per i Paesi più indebitati, distorcendo in modo sistematico i mercati monetari; nel contempo, la BCE avrebbe dovuto creare più inflazione – per inciso, come se all'epoca tale obiettivo fosse stato di facile portata. Peccato che entrambi i suggerimenti fossero – e sono – vietati dai Trattati – oltre che sconsigliati dall'analisi economica più prudente – e avrebbero portato Mario Draghi e il suo Consiglio di certo davanti alla Corte Europea di Giustizia.

La terza falsa narrativa – non di rado intrecciata con le prime due – è che la crisi bancaria fosse figlia dell'emorragia di depositi, a sua volta causata dalla politica della BCE di controllo della liquidità. Anche in questo caso si dimenticava di vedere come l'emorragia di depositi fosse figlia della vittoria elettorale di Syriza, il partito populista. Il cambio di governo coincise con un peggioramento delle prospettive di finanza pubblica in Grecia: la conflittualità con i creditori si era intrecciata con una caduta delle entrate, della crescita economica, un aumento delle insolvenze bancarie, in una completa assenza di riforme strutturali. Il peggioramento delle finanze pubbliche si era riflesso, attraverso più di un canale, sul peggioramento della salute delle banche greche: peggioramento dell'attivo, causa bassa qualità dei titoli di Stato e dei prestiti alle imprese, peggioramento della capacità di raccogliere risparmio, segnalata dalla fuga dei depositi.

Era il dissesto delle finanze pubbliche che provocava il dissesto bancario, non il contrario. Era questa la quarta falsa narrazione populista: correlare la necessità di ricorrere ai creditori con l'urgenza di salvare le banche. È uno slogan che il premier greco utilizzava a piene mani, e non era neanche originale.

Infatti era lo stesso slogan che aveva utilizzato il governo cipriota, quando aveva dovuto ricorrere anch'esso all'aiuto della troika. La storia di Cipro è di nuovo emblematica. Nel 2008 una nuova coalizione – solo per inciso, comunista – vinceva le elezioni, in un contesto di finanza pubblica in ordine e di stabilità del sistema bancario. Iniziava una politica di spesa pubblica fuori controllo, che provocava prima le attenzioni dell'Unione – che venivano sistematicamente disattese – poi le difficoltà di accesso al mercato dei capitali, infine l'instabilità bancaria. Un prestito ponte dalla

Russia non fu sufficiente; occorreva rivolgersi alla troika, e la ragione fu che «occorreva salvare le banche».

La quinta falsa narrativa – perfettamente coerente con l'atteggiamento anti-élite che caratterizza il populismo – è che gli interventi straordinari servivano esclusivamente a salvare i banchieri, mentre in gioco c'era anche – e soprattutto – il risparmio dei cittadini greci.

## 2016-18: Maduro e la banca centrale venezuelana

Un secondo caso di conflitto tra politica populista e indipendenza della banca centrale è quello del Venezuela. Nell'ottobre del 2017 il Presidente Nicolas Maduro sostituiva il governatore in carica della banca centrale – Ricardo Sanguino – con il ministro delle Finanze Ramon Lobo. Ricardo Sanguino aveva a sua volta sostituito nel gennaio 2017 Nelson Merentez. Gli avvicendamenti al vertice della banca centrale venivano motivati dal Presidente venezuelano con la necessità di «combattere contro le mafie interne e internazionali che complotano contro la moneta [venezuelana, il bolivar]». Peraltro le rimozioni dei vertici non riducevano l'indipendenza della banca centrale, in quanto il suo livello era già zero da tempo.

Nel gennaio del 2016 il Presidente venezuelano – in carica dal 2013 – aveva riformato la legislazione relativa alla banca centrale, spostando i poteri di nomina dei vertici dal Parlamento alla presidenza della Repubblica, cioè a se stesso. La riforma riportava le lancette dell'orologio indietro nel tempo, prima cioè del 1992, quando il Venezuela aveva riformato la sua banca centrale secondo criteri più vicini ai principi moderni dell'indipendenza della banca centrale.

Una riforma che è un esempio classico di come la politica in generale – e il populismo in particolare – non amino le autorità indipenden-

ti. Nel caso di Maduro, è evidente che il Presidente volesse anche formalmente il pieno controllo della produzione di moneta, in un Paese già fiaccato da una dolorosa iperinflazione. In assenza di dati ufficiali, già allora l'inflazione si stimava galoppare tra il 200 e il 500 per cento, spinta da una crescita della moneta che doveva finanziare un deficit pubblico pari al 20 per cento del prodotto interno lordo.

Da allora a oggi, la situazione economica purtroppo non è migliorata; lo scorso agosto il Fondo Monetario Internazionale ha stimato una crescita dell'inflazione annua pari a un milione per cento. Una cifra che si commenta da sola. Nello stesso mese – esattamente il 20 agosto – il Presidente Maduro varava una riforma monetaria, sostituendo il «vecchio» bolivar con un nuovo bolivar «sovran». La riforma monetaria aveva due caratteristiche: definire un tasso di cambio di 100.000 vecchi bolivar per un nuovo bolivar; ancorare il valore del nuovo bolivar a una cripto-valuta nazionale – il petro – a sua volta ancorato alle riserve petrolifere del Venezuela. Va ricordato che il petro era stato in realtà già annunciato dal Presidente Maduro fin dal marzo 2018, senza che di questo ipotetico bitcoin venezuelano sia mai apparsa concreta traccia negli scambi, o almeno in quelli ufficialmente registrati dagli organismi internazionali. La logica della riforma monetaria venezuelana è semplice. Una valuta nazionale è stabile se la politica monetaria è credibile e la banca centrale è indipendente. In assenza di tali caratteristiche, una strategia può essere quella di ancorare la valuta a un'altra valuta – come può essere il dollaro o l'euro – o all'oro. Ma sia l'ancoraggio – cioè la capacità di difendere il tasso di cambio – sia la scelta dell'ancora devono essere credibili. Caratteristiche entrambe assenti nel caso del bolivar «sovran».



Politica, moneta ed elezioni: può essere un rapporto molto delicato

**2018: Erdogan e la banca centrale turca**

Un terzo caso di conflitto tra tendenze populiste di un governo e indipendenza della banca centrale è quello – più recente e più vicino a noi, almeno geograficamente – della Turchia. In un Paese finanziariamente fragile il governo in carica – soprattutto se caratterizzato da connotati populistici – può provare allergia per la logica dei mercati finanziari, oppure per la necessità di avere una banca centrale indipendente. Ma non può permettersi di andare sistematicamente contro tali logiche, a meno di non voler affrontare il rischio – e sopportare i relativi costi – di subire turbolenze monetarie – anche violente – come è accaduto, prima in maggio e poi in luglio, alla lira turca.

Politica, moneta ed elezioni: può essere un rapporto molto delicato. Quello che è accaduto in Turchia nella primavera del 2018 è un esempio efficace di ciò che avviene sul piano macroeconomico quando gli obiettivi di breve periodo della politica si scontrano contemporanea-

mente con l'aritmetica dei mercati finanziari da un lato e la geometria del disegno istituzionale della politica economica dall'altro.

Il protagonista politico è il Presidente turco Erdogan. Alcune caratteristiche del Presidente turco – per esempio la sua allergia ai poteri indipendenti, come può essere istituzionalmente quello giudiziario e come nei fatti deve essere la stampa – lo hanno fatto diventare un paradigma di riferimento per alcuni leader populistici e nazionalisti dell'Europa dell'Est, quali l'ungherese Orbán e il polacco Kaczynski.

L'allergia di Erdogan alle istituzioni indipendenti ha avuto l'ennesima manifestazione l'11 maggio 2018, a Londra, quando il Presidente turco si è scagliato contro la «madre di tutti i mali», vale a dire la politica di innalzamento dei tassi di interesse decisa dalla banca centrale turca. La banca centrale aveva deciso di rendere più restrittiva la politica monetaria di fronte a un deciso peggioramento della situazione macroeconomica. In Turchia vi

è un concreto rischio di cadere nella spirale perversa tra inflazione, svalutazione e recessione, innescata e moltiplicata dal combinato disposto di eccesso di debito privato ed eccesso di politica fiscale.

È un meccanismo che si basa su una ricetta con tre ingredienti. Il primo è un eccesso di debito – pubblico e/o privato – tipico di una fase espansiva del ciclo economico. Nel caso della Turchia, è quello che è successo in una pluralità di Paesi emergenti, nella fase in cui i mercati finanziari globali sono stati inondati dalla liquidità in dollari, venduti a tassi irrilevanti, che hanno reso conveniente la crescita dello stock di titoli emessi in valuta estera. Ma nel 2018 è iniziata – almeno negli annunci – la fase di normalizzazione della politica monetaria statunitense, che rende meno sostenibili tali debiti. Il secondo ingrediente diventa allora la necessità di sgonfiare l'eccesso di debito, che si trasforma nel caso turco in una pressione verso il basso del tasso di cambio e verso l'alto dell'inflazione, con il rischio di innescare la spirale tra svalutazione e inflazione da costi. Allora occorre evitare il rischio – è il terzo ingrediente – che il deflagrare dell'eccesso di debito si trasformi anche in una recessione economica. In questi casi vi è un dilemma che la politica economica deve affrontare: una politica restrittiva – sia monetaria sia fiscale – può fermare la spirale tra svalutazione e inflazione, comportando però al contempo un arresto della crescita economica.

Ma questo Erdogan non poteva permetterselo. In giugno ci sarebbero state le elezioni politiche. Il Presidente turco non poteva arriparci con un Paese economicamente in affanno; ma allo stesso tempo non poteva permettersi di appoggiare politiche fiscali e monetarie restrittive. Ed allora Erdogan ha varato un interessante esempio di politica populista.

Il Presidente turco ha illustrato una politica monetaria populista basata nei fatti su due principi. Innanzitutto, le aspettative di inflazione sono direttamente correlate con i tassi di interesse nominali: per cui le politiche monetarie restrittive avrebbero effetti inflattivi, con effetti redistributivi che danneggiano il popolo. In secondo luogo, la banca centrale – colpevole del fenomeno, insieme all'immane *overseas origin*, anch'esso tipicamente populista – deve essere messa sotto il controllo della politica.

Erdogan ha così sfidato in un solo colpo la logica dei mercati – un rischio inflazione deve essere affrontato con una politica monetaria restrittiva – e quella delle istituzioni – la politica monetaria deve essere affidata a organismi indipendenti, proprio per evitare che il governo di turno la manipoli a suo piacimento.

A beneficio della completezza, va rilevato che la posizione di Erdogan trova un'affinità – almeno nelle conclusioni – con una teoria della politica monetaria, cosiddetta «neo-fischeriana». I neo-fischeriani ritengono che le aspettative di inflazione e la politica monetaria siano legate da una relazione inversa, almeno nelle fasi in cui i tassi di interesse sono prossimi allo zero. Il ragionamento è il seguente: in una situazione di domanda aggregata anemica, motivata da incertezza sul futuro, se la politica monetaria annuncia un profilo espansivo – quindi tassi di interesse calanti, o addirittura negativi – gli operatori economici trovano in tale annuncio una conferma delle loro incerte prospettive, e continuano a non consumare né a investire, prolungando la fase recessiva. Se invece la politica monetaria annuncia un ritorno alla normalità – tassi in salita – l'effetto sulle aspettative sarà anch'esso positivo, dando vigore alla domanda aggregata.

Tornando alla sfida di Erdogan a Londra, essa ha avuto l'effetto esat-

tamente contrario dell'annuncio che Mario Draghi, sugli stessi palcoscenici londinesi, offrì con il suo *whatever it takes*. Draghi salvò l'euro, Erdogan ha affondato la lira turca. In maggio la svalutazione della lira ha raggiunto il 21 per cento su base annua, e il mercoledì successivo al discorso londinese alla banca centrale turca è stato consentito di innalzare i tassi di 300 punti base, per provare a fermare l'emorragia valutaria.

La politica di Erdogan di ridurre l'indipendenza della banca centrale ha avuto poi un secondo capitolo tra il 9 e l'11 luglio scorso. Due decreti governativi hanno assegnato al Presidente – cioè a Erdogan stesso – il potere di nominare direttamente il governatore della banca centrale, e allo stesso tempo la durata del mandato del governatore si è ridotta da cinque a quattro anni. La letteratura sull'indipendenza della banca centrale è chiara sull'interpretazione di tali provvedimenti: entrambe le riforme indeboliscono l'autonomia della politica monetaria dal volere dell'esecutivo. Per completare l'opera, Erdogan rilasciava una pubblica dichiarazione auspicando tassi di interesse più bassi, quindi in aperto contrasto con la politica monetaria seguita dalla banca centrale. Come ha reagito la lira turca? Con un altro capitombolo. Nelle settimane successive, una banca centrale evidentemente intimidita dalle pressioni del Presidente prima manteneva invariati i tassi di interesse, poi negava tali pressioni, ribadendo la sua indipendenza. I latini direbbero: *excusatio non petita*, con quel che ne segue. In agosto, la lira crollava ulteriormente, perdendo il 40 per cento del suo valore sul dollaro, da inizio anno. In quei giorni, Erdogan offriva ai suoi connazionali il seguente consiglio: «Se qualcuno ha sotto il cuscino dollari, oro o euro, è il momento di cambiarli in lire turche».

Ogni commento è superfluo. Minati i pilastri dell'indipendenza della banca centrale e della credibilità della politica monetaria, il crollo della lira turca ne è stata l'inevitabile conseguenza.

Come ricostruire tali pilastri? In assenza della visione sovranista/populista, un governo non credibile lo può diventare se si lega le mani con un vincolo esterno. Il vincolo esterno potrebbe essere l'«eurorizzazione» della lira turca, da attuare in due passaggi. Il governo dovrebbe assegnare alla banca centrale un obiettivo di tasso di cambio rispetto all'euro, e le emissioni della «nuova lira» turca sarebbero esattamente uguali all'ammontare delle riserve ufficiali della Turchia. In questo primo passaggio – che in linea di principio può essere unilaterale – devono essere credibili sia il livello del tasso di cambio sia l'ammontare delle riserve ufficiali. Perché ciò avvenga, il secondo passaggio dovrebbe essere un accordo con l'Unione Europea, che costituirebbe il quadro istituzionale per un'operazione *swap* tra la banca centrale turca e la BCE, attivabile a tutela del target di cambio e/o dell'ammontare delle riserve ufficiali. Il prestito della BCE sarebbe condizionato dalle regole definitive nell'accordo con l'Unione. Certo l'eurorizzazione della lira turca presupporrebbe una serie di scelte politiche, di cui le due principali sarebbero state da un lato la scelta dell'Unione come alleato politico privilegiato da parte della Turchia, dall'altro l'abbandono della propaganda populista. Nulla di tutto questo è avvenuto. La Turchia ha scelto un altro alleato – il Qatar – annunciando il 21 agosto semplicemente uno swap tra le banche centrali dei due Paesi per un ammontare pari a 3 miliardi di dollari al fine di sostenere la lira turca, che è l'equivalente di provare a svuotare il mare con un secchiello.

## 2018: Trump e la Fed

Un quarto caso è rappresentato dal rapporto tra il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump e la banca centrale statunitense (Fed). Su queste pagine già in altre due occasioni (1) abbiamo analizzato l'atteggiamento del Presidente Trump nei confronti della Fed, provando a immaginare quali avrebbero potuto essere gli scenari dei rapporti tra la banca centrale e il neo eletto Presidente americano. Ne avevamo individuati quattro, che ricordiamo. I quattro scenari nascevano da due bivi, tra loro intrecciati.

Da un primo punto di vista, Donald Trump avrebbe dovuto decidere se continuare a fare il Candidato, ovvero agire come Presidente. Continuare con atteggiamenti da Candidato avrebbe voluto dire trasformare in fatti concreti delle dichiarazioni volte a mostrare una rottura rispetto a regole, formali e/o sostanziali, che hanno finito per caratterizzare la presidenza degli Stati Uniti. Nel campo monetario tali regole implicano il rispetto dell'indipendenza della banca centrale, ancorché tale indipendenza – come sopra argomentato – sia debole. Con un Trump in postura da Candidato, ci saremmo potuti aspettare una sistematica pressione sul governo della politica monetaria, esercitata con dichiarazioni, ma anche con atti concreti, come per esempio l'elezione di membri del consiglio della Fed sensibili agli obiettivi della politica presidenziale.

Da un secondo punto di vista, Donald Trump doveva decidere se fare il Repubblicano o il Populista. Nel perimetro della politica monetaria, essere Repubblicano significa avere una posizione chiara in termini di disegno della strategia: la Fed deve seguire delle regole di condot-

ta, riducendo al minimo la discrezionalità. L'atteggiamento populista è antagonista rispetto alla posizione conservatrice, o se si vuole dei poteri costituiti. Quindi il populista tende a preferire le politiche monetarie discrezionali ed espansive.

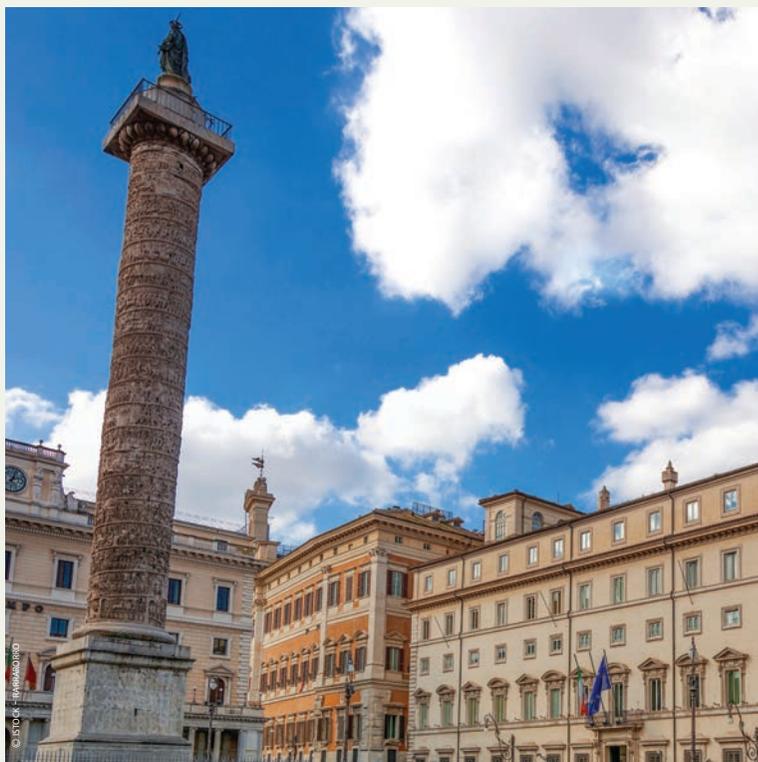
Lo scorso luglio Donald Trump ha dato un segnale chiaro, comportandosi – nonostante sia ora Presidente – da Candidato Populista. Con due messaggi consecutivi – ancorché successivamente ammorbiditi da dichiarazioni dell'ufficio stampa della Casa Bianca – ha attaccato la politica monetaria della Fed. L'attacco è stato irriuale nei modi – quindi coerente con il suo atteggiamento durante la campagna elettorale – e critico sulla sostanza della politica monetaria, colpevole di voler con troppa fretta tornare a tassi di interesse normali. Il Presidente Trump ha ben in mente una scadenza – le elezioni di novembre – e non vuole che la politica monetaria disturbi il «manovratore».

## Prossimo caso: l'Italia?

Non sappiamo se l'attuale esecutivo del nostro Paese potrà essere definito populista nel senso qui utilizzato. Certo che nei giorni che hanno prima preceduto e poi coinciso con il suo insediamento notizie e commenti hanno dato risalto a ipotesi di innovazione nel disegno della politica economica in cui considerazioni sulla gestione del debito pubblico si intrecciavano con politiche del bilancio del sistema europeo delle banche centrali (BCE). Tali innovazioni dimenticavano però le lezioni della scienza economica e della concreta esperienza storica e vanno perciò auspicabilmente e definitivamente messe da parte, se i criteri guida sono quelli della prudenza e della lungimiranza. La politica di bilancio della BCE si può certamente innovare, ma con riforme che guardano avanti, e non che siano frutto di smemoratezza.

L'aritmetica dimenticata dei rapporti tra politica del debito pub-

La politica di bilancio della BCE si può certamente innovare, ma con riforme che guardano avanti



(1) D. Masciandaro, «L'America, il dollaro e noi», *Economia & Management*, n. 1/2017, pp. 48-51; «Yellen, Trump e la strategia (perdente) del sughero», *Economia & Management*, n. 5-6/2017, pp. 42-47.

blico e bilancio della banca centrale è quella che mostra tutti i danni che vengono provocati quando il responsabile della politica fiscale può decidere – o anche solo condizionare – il profilo delle scelte di politica monetaria. Ed è un'aritmetica molto antica: ogni qualvolta che lo Stato – fosse esso un sovrano oppure un governo democratico eletto – è stato messo in condizione di influenzare le scelte monetarie, la miscela tossica delle due politiche ha prodotto in generale almeno una delle due seguenti tossine: disordine monetario (cioè rischio inflazione e/o svalutazione) e disordine fiscale (dinamica incontrollata di deficit e/o di debito, ripudio del debito).

Quando la miscela tossica ha deflagrato, i suoi costi hanno costretto i politici a legarsi le mani rispetto alla politica monetaria. La soluzione è stata di volta in volta il regime aureo, ovvero i tassi di cambi fissi, oppure avere come garanzia una banca centrale indipendente.

Se la politica può influenzare il bilancio della banca centrale il rischio di danni monetari e fiscali si impena. Gli italiani che hanno vissuto gli anni Settanta se lo ricordano bene. Fino al luglio 1981 i governi in carica potevano attingere liberamente a un conto corrente presso la Banca d'Italia – per un importo pari al 12 per cento delle spese correnti – e in più la stessa banca centrale era obbligata ad acquistare i titoli di Stato inventuti in sede d'asta. La dipendenza della Banca d'Italia dalla convenienza dei governi a finanziarsi a

tasso zero fu tra le cause dell'esplosione di inflazione e debito pubblico. Solo la lungimiranza di due servitori dello Stato – Beniamino Andreatta come ministro del Tesoro e Carlo Azeglio Ciampi – riuscì ad attenuare – almeno in parte – tale dipendenza. Tale provvedimento migliorò il controllo monetario, mentre – aggiungiamo purtroppo – non ebbe effetti sugli incentivi dei governi all'eccesso di spesa pubblica.

Dunque la lezione dell'economia e della storia – anche recente – è semplice: la gestione del bilancio della banca centrale deve essere indipendente dalle esigenze della finanza pubblica. È una lezione che – come abbiamo sopra ricordato – è stata accolta dal disegno delle regole europee che hanno creato la BCE: a essa è fatto divieto di acquistare direttamente i titoli del debito pubblico emessi dai diversi Paesi membri dell'Unione.

Certo, l'indipendenza della BCE può essere migliorata. Un primo aspetto riguarda la facoltà che la BCE ha di acquistare titoli di Stato sui mercati secondari. Sappiamo – ce lo ha confermato la Corte europea – che finora tale facoltà è stata esercitata nel rispetto degli obiettivi monetari che disciplinano la condotta della BCE. Ma è indubbio che più una banca centrale opera in titoli pubblici, emessi dai Paesi in cui la moneta da lei emessa ha corso legale, più i rischi di accomodamento monetario – ancorché riflessi e/o non voluti – aumentano. Una normalizzazione della politica monetaria europea dovrebbe in prospet-

va ridurre tali rischi. L'obiettivo del bilancio di una banca centrale è avere attività a basso rischio, come durata e/o emittente. Per cui la BCE dovrebbe pensare a diversificare le proprie operazioni utilizzando titoli a basso rischio emessi da Paesi non membri dell'Unione.

Un'altra direzione in cui la politica della BCE dovrebbe muoversi è quella di marcare la distanza della politica monetaria dalla politica fiscale dell'Unione e dei Paesi membri evitando le ingerenze. Da questo punto di vista, episodi come la lettera al governo italiano dell'agosto 2011, oppure la partecipazione della BCE alla cosiddetta troika, finiscono per andare nella direzione opposta. Sfidare – anche non volendo – l'aritmetica della separazione tra politica monetaria e politica fiscale è un rischio molto alto; che può diventare insopportabile per un Paese ad alto debito, come l'Italia. ■

Esplora **e&m**PLUS su [www.economiaemangement.it](http://www.economiaemangement.it)

- B. Eichengreen, *The Populist Temptation*, Oxford, Oxford University Press, 2018.
- L. Guiso, H. Herrera, M. Morelli, T. Sonno, *Demand and Supply of Populism*, mimeo, 2017.
- C.A. Goodhart, R. Lastra, *Populism and Central Bank Independence*, CEPR Discussion Paper Series, DP12122, 2017.

## LETTURE



### Donato Masciandaro

è professore di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché Direttore del Centro Baffi Carefin nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Scholar presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per l'FMI, l'Inter-American Development Bank, l'ONU, la World Bank. È editorialista del *Sole 24 Ore*. La sua ricerca riguarda l'economia monetaria, l'economia della regolamentazione finanziaria, l'economia dei mercati finanziari illegali.  
[donato.masciandaro@unibocconi.it](mailto:donato.masciandaro@unibocconi.it)