

Le banche centrali hanno perso le bussole



Donato Masciandaro

è professore ordinario di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché direttore del Dipartimento di Economia e del Centro Paolo Baffi nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Student presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per il Fondo Monetario Internazionale, l'Inter-American Development Bank, le Nazioni Unite. 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

Alla crescita economica e alla stabilità dei mercati finanziari farebbe un gran bene il ritorno alle regole monetarie, ma finora Washington e Pechino, sedi delle più importanti banche centrali del mondo, continuano a essere prive di stabili bussole monetarie. La banca centrale americana (FED) dovrebbe ripristinare una regola di condotta, qualunque sia il livello dei tassi di interesse da adottare, e invece continua a baloccarsi sul decidere quando effettuare il primo rialzo dei tassi. La banca centrale cinese (PBC) continua a oscillare tra annunci di politiche coerenti con i principi di mercato e provvedimenti concreti ancora di dirigismo monetario, come i controlli valutari. Finché le due principali banche centrali del mondo continueranno le loro solitarie e imprevedibili danze monetarie senza bussole, il loro contributo alla ripresa economica mondiale rischia di essere addirittura negativo.

Oramai il 2015 volge al termine, e da gennaio non è passato giorno che i media di tutto il mondo non abbiano offerto previsioni sulle decisioni che la FED avrebbe preso sui tassi di interesse americani. La domanda ossessiva è sempre la stessa: ci sarà il primo rialzo, dopo i lunghi anni della politica dei tassi zero? L'incertezza è stata massima, ma la ragione è semplice: la massima ambiguità possibile della banca centrale americana. Oggi quello che sappiamo è che le decisioni della FED dipendono di volta in volta dai dati macroeconomici, senza però sapere al contempo, né quali siano i dati rilevanti né quale sia la strategia con cui tali dati vengono utilizzati.

In altri termini, non abbiamo una regola monetaria. L'assenza di una regola monetaria da parte della FED è divenuta un tratto distintivo del permanere di una situazione di straordinarietà nel disegno delle politiche economiche messe in atto per fronteggiare la Grande Crisi. Ma se l'abbandono di una regola a favore della discrezionalità può essere giustificata dall'eccezionalità di una situazione macroeconomica di recessione, il perdurare dell'ambiguità monetaria può divenire una tossina che impedisce il mancato ritorno alla normalità.

La strategia della FED è stata contrassegnata in questi anni da due fasi: moneta regolata almeno fino al 2002 cui è seguita l'accondiscendenza finanziaria, che perdura. La fase della moneta regolata dava agli operatori e ai mercati un ancoraggio chiaro e stabile. I mercati conoscevano la strategia, basata su una semplice regola: la banca centrale deve evitare che la moneta provochi squilibri immediati e futuri a danno dell'economia reale. E per farlo, fissa la sua bussola su un Nord ben preciso: la crescita reale e nominale di lungo periodo. Rispetto a quel Nord, la congiuntura può provocare oscillazioni non desiderate dei prezzi attuali, con rischi di inflazione o di deflazione, oppure squilibri reali, che incideranno negativamente sui prezzi futuri. In questi casi, la banca centrale interviene sulla struttura dei tassi per riportare la navigazione in rotta.

La FED ha abbandonato la fase della moneta regolata prima silenziosamente, contri-

buendo alla nascita e all'esplosione della bolla finanziaria del 2008, poi esplicitamente, azzerando i tassi di interesse finché la situazione macroeconomica non fosse ritornata normale. Ma poi è stata la sua stessa inerzia a non ripristinare la moneta regolata a divenire verosimilmente un ostacolo al ritorno alla normalità. Ritornare a una regola monetaria non significa alzare i tassi di interesse, ma piuttosto tornare a offrire ai mercati una bussola. Avere una regola non significa automatismo quanto piuttosto avere una strategia da annunciare *ex ante*, e su cui rendere conto *ex post*. Solo un esempio, da un calcolo molto semplificato utilizzando la regola adottata prima della crisi: la FED potrebbe essere convinta di essere in una fase di stagnazione secolare, con un tasso di interesse reale tendenzialmente nullo, così come l'inflazione effettiva. Se l'obiettivo inflazionistico fosse – come è stato finora – quello del 2%, allora, anche in presenza di un pieno utilizzo della capacità produttiva, la migliore politica monetaria sarebbe quella di non alzare assolutamente il tasso di interesse, rimanendo così in assenza di una stabile ed evidente ripresa dei prezzi. All'estremo opposto, una FED più ottimista sullo stato di salute strutturale dell'economia potrebbe e dovrebbe aumentare senza indugio il livello dei tassi, spiegandone la coerenza con la regola adottata.

È solo un esempio: non è detto che la regola monetaria post crisi replichi passivamente quella più comune prima della recessione. La cosa più importante è ripristinare una regola: il cammino senza bussola di tassi e dollaro è un danno per tutti, a partire dall'economia statunitense. Identico discorso può essere fatto per la politica monetaria della banca centrale cinese. In questo caso abbiamo un'autorità monetaria che ha dichiarato di voler sposare i principi dell'economia di mercato. Allo stesso tempo, però, i comportamenti sono estremamente contraddittori. Per diventare una banca centrale moderna, nel senso prima indicato, la PBC dovrebbe abolire ogni controllo dirigitico sui movimenti di capitale, lasciare liberamente fluttuare il cambio e definire una politica monetaria credibilmente autonoma, anch'essa basata su una regola monetaria. È evidente che una riforma di questa portata può richiedere tempo: i passaggi possono essere gradualisti, l'importante è che non siano contraddittori. Altrimenti, continueremo ad assistere alla gestione di una politica monetaria senza bussola, che può essere negativa per lo yuan, l'economia cinese e, di riflesso, per tutta l'economia.

Il ritorno alle regole potrebbe anche avvenire grazie a un coordinamento. In settembre abbiamo assistito a un fatto inedito: la Cina ha esplicitamente ringraziato gli Stati Uniti per aver appoggiato il desiderio di far salire lo status della sua valuta nazionale – il renminbi – a moneta di riserva internazionale, al pari di dollaro statunitense, euro, sterlina inglese e yen giapponese.

Le ragioni che possono spingere un paese a essere produttore di moneta di riserva sono di natura sia economica che politica. Il fatto rimane: la Cina desidera che il renminbi assuma tale status. Rispetto a questa ambizione, un passaggio essenziale è che il paese produttore si impegni a rispettare nei fatti quello che possiamo chiamare il "terzetto monetario": mobilità dei capitali, flessibilità del tasso di cambio, autonomia della politica monetaria. La Cina era fino a pochi anni fa assolutamente agli antipodi del terzo vertice: completo controllo dei capitali, controllo del cambio, dipendenza della politica monetaria.

Oggi invece afferma di voler disegnare una politica economica coerente con il terzo vertice, e ha anche fatto passi concreti in tal senso. Ma sono irreversibili? E sono credibili? Il Fondo Monetario procede con grande cautela, ma allo stesso tempo gli Stati Uniti dichiarano di appoggiare la richiesta cinese. L'apertura di credito statunitense nei confronti della Cina, se confermata, sarebbe una buona notizia: rappresenterebbe senz'altro un investimento in fiducia e potrebbe essere anche un fattore di stabilizzazione globale. La creazione di un duopolio basato sul reciproco rispetto del terzo vertice monetario avrebbe un effetto di disciplina nazionale e internazionale, non limitato agli Stati Uniti e alla Cina.

Il terzo vertice sarebbe logicamente rappresentato dall'Unione Europea, che già segue una regola monetaria. L'accordo a tre sarebbe nei fatti la creazione dei presupposti di una banca centrale globale, in cui il coordinamento delle azioni monetarie diviene risultato automatico nelle congiunture normali, nonché possibile strumento attivo di cooperazione tra banche centrali nelle situazioni straordinarie. La normalizzazione delle politiche monetarie non può che passare dal riconoscimento del fatto che anche la produzione della liquidità mondiale deve tener conto dei cambiamenti in atto nello scacchiere economico globale. Anche la stabilità monetaria e finanziaria di tutti, paesi maturi e avanzati, ne trarrebbe giovamento. ■