
Politica monetaria e crescita: evidenze dal 2007 a oggi

di MARIO COMANA

Il legame fra politica monetaria ed economia reale è il tema centrale del dibattito sulle vie d'uscita dalla crisi economica. Per la verità si tratta di un confronto piuttosto impari, visto la larga prevalenza dei sostenitori della necessità di procedere, anche in Europa, a una generosa immissione di moneta per rilanciare la crescita. Ma ovviamente non è detto che la predominanza numerica dei pareri equivalga anche alla loro superiorità concettuale. In economia le evidenze quantitative sono più inoppugnabili delle mere argomentazioni teoriche, e queste risultano piuttosto contrastate, offrendo argomenti ai sostenitori di entrambe le tesi: quella della necessità di abbondante creazione di moneta e quella opposta a favore di una condotta più cauta delle banche centrali.

La risposta immediata alla crisi del 2007 fu una ingente immissione di liquidità nei mercati per placare il fuoco che bruciava le quotazioni degli strumenti finanziari. Memori (indiretti) della lezione della crisi degli anni '30, economisti e banchieri centrali hanno subito avvertito la necessità di una forte e rapida manovra in tal senso, per impedire un pericoloso avvistamento fra crisi finanziaria e crisi reale. Così, i tassi di interesse sono stati immediatamente portati ai minimi storici per rendere possibile l'accesso al rifinanziamento degli intermediari presso le banche centrali. Per la verità la Banca Centrale Europea (BCE) non fu così tempestiva, visto che ancora nell'estate del 2007 operò una correzione al rialzo dei tassi di *policy*. Naturalmente questo non bastò a scongiurare la contrazione del Pil nelle principali economie occidentali, che virò da un +2,6 per cento del 2007 al -0,4 per cento del 2008. E tantomeno riuscì a evitare la recessione del 2009, quando la caduta della produzione, nell'aggregato di Europa, Stati Uniti, Giappone e Regno Unito fu addirittura del 4,5 per cento. Da allora abbiamo osservato un rimbalzo nel 2010 (+2,7 per cento) e un successivo appiattimento degli indici. Molti fanno osservare che, pur in un contesto di bassa crescita, gli Stati Uniti procedono a un ritmo più sostenuto delle altre aree del mondo occidentale, seguiti dal Regno Unito e distanziando progressivamente sia il Giappone sia la nostra Europa. Un dato di sintesi: il saldo delle variazioni percentuali del Pil dal 2007 al 2014 (considerando la stima di chiusura dell'ultimo anno)

è molto positivo per gli Stati Uniti (+7,7), è leggermente positivo per Giappone e Regno Unito (+1,6 e 2,0), è sostanzialmente nullo per l'Europa (-0,7). Facile trarne la conclusione che la politica monetaria più coraggiosa, forse disinibita, della Federal Reserve System (FED) abbia premiato in termini di crescita economica. Forse troppo facile.

In effetti, il periodo dal 2007 a oggi ha visto un'esplosione del totale dell'attivo delle banche centrali. All'inizio del 2008, cioè all'insorgere della crisi, la dimensione del bilancio delle banche centrali di tutto il mondo, Cina esclusa, era pari a 8,3 migliaia di miliardi di dollari americani (qualcuno usa l'espressione trilioni, ma io preferisco lasciarla ai fumetti di Zio Paperone). A settembre 2014 è quasi raddoppiata, a 14,3 mila miliardi. In questo fenomeno di esplosione, la parte del leone l'ha fatta proprio la Banca Centrale americana, portando il suo attivo da 2,4 a 4,4 mila miliardi, cioè avvicinandosi al raddoppio. Altrettanto aggressiva è stata Tokyo, che ha proprio raddoppiato la sua dimensione da 1,3 a 2,6 mila miliardi mentre Londra è passata da 3,2 a 5,1, con un incremento comunque significativo, pari al 60 per cento. E la BCE? Il suo bilancio è addirittura leggermente inferiore oggi a quello dell'inizio del 2008 (2,6 contro 2,75 migliaia di miliardi). Ma non si interpreti questo come un'inerzia, perché nel frattempo sono accadute un po' di cose.

La FED ha tenuto il comportamento più netto e coerente fra tutte le banche centrali. E per una istituzione di questo tipo è già molto. Ha sempre dichiarato di voler sostenere la crescita con la leva monetaria e poi ha agito di conseguenza. Ha dichiarato in modo esplicito tempi e misure dei suoi interventi di immissione di moneta: il primo *quantitative easing* da 1,24 mila miliardi di dollari è stato lanciato il 25 novembre del 2008, seguito da quello di "soli" 600 miliardi del 3 novembre 2010. Poi sono arrivati il terzo (13 settembre 2012) e il quarto (12 dicembre 2012) in cui si annunciava l'acquisto di 40 miliardi di *mortgage securities* e di 45 miliardi di titoli di stato al mese per un periodo indeterminato. E così è stato. Oggi il problema della FED è il contrario: come annunciare l'uscita da questi programmi di acquisto di titoli, e il conseguente drenaggio di liquidità, senza causare una reazione negativa dei mercati e dei tassi di interesse.

Anche la BCE ha attuato una forte espansione di moneta che l'ha portata a un picco di 3,9 migliaia di miliardi di dollari in occasione della prima operazione di *Long Term Refinancing Operation* (LTRO) della fine del 2011 e inizio del 2012 per complessivi mille miliardi di euro. Ma poi il suo attivo si è nuovamente ridotto in seguito alla graduale restituzione di questi prestiti. Già, perché l'altra differenza importante fra la FED e la BCE sta nella modalità di intervento: gli americani hanno acquistato titoli, sia quelli legati al finanziamento del mercato immobiliare (cosiddetti titoli tossici) sia quelli emessi dal loro Governo, noi europei abbiamo preferito lo strumento del prestito alle banche garantito da titoli di debito. Su questa differenza puntano molto l'attenzione i critici della BCE, sostenendo che, al pari dei colleghi d'oltre Atlantico, dovrebbe procedere a comperare titoli di stato. Questi critici però ignorano due fatti, non del tutto secondari: il primo è che la maggior parte dell'operazione di rifinanziamento del 2011-12 è finita comunque in titoli di stato, acquistati dalle banche mediante quella provvista a tasso estremamente conveniente. Ma se questo elemento è un fattore congiunturale, il secondo è strutturale e, almeno per lungo tempo, ineliminabile: la FED opera su un perimetro nazionale cui corrisponde un unico debito pubblico, quindi compera titoli del "suo" governo, mentre la BCE si colloca in un contesto multinazionale per cui dovrebbe acquistare titoli di paesi diversi, caratterizzati come noto da merito di credito pure molto diverso. E sappiamo che i governi e i cittadini dei paesi con miglior merito di credito non gradirebbero di veder annacquato l'attivo della loro banca centrale con strumenti finanziari rischiosi. Dunque, la BCE semplicemente non può agire come la FED.

L'ultimo campione di espansione del bilancio della banca centrale è il Giappone. Tokyo si è mossa relativamente in ritardo rispetto alle omologhe istituzioni occidentali, concentrando la maggior parte della crescita nell'ultimo triennio. Fino al 2011 il suo bilancio era praticamente sui livelli del 2007 e poi si è impennato fino appunto a raddoppiare in pochi trimestri. Anche qui la scelta tecnica è stata diversa: da tempo la Bank Of Japan (BOJ) aveva varato la politica del tasso zero e quindi era priva di questa leva. Perciò ha allargato in modo indiscriminato l'acquisto di attività di ogni tipo e di prestito alle banche, fondendo un po' i due approcci della BCE e della FED.

Come si vede, andando oltre la prima visione superficiale, non si può affermare che là dove la politica monetaria è stata più espansiva la crescita economica è stata migliore. Sarebbe semplicistico: si può solo osservare che negli Stati Uniti l'economia reale ha risposto positivamente agli stimoli di politica monetaria, mentre lo stesso non può dirsi per esempio in Giappone, dove la dinamica reale non è distante da quella del nostro continente. Una vera e propria verifica statistica non può essere costruita su serie di dati così ristrette, e poi bisognerebbe considerare l'impatto di tante altre variabili importanti come i tassi di interesse di mercato, il cambio, l'andamento dei prezzi, la politica fiscale, le politiche economiche e le riforme strutturali eccetera.

Ma questo articolo non vuole essere di taglio econometrico, quindi proviamo a sviluppare qualche considerazione sulle evidenze presentate, scarse ma oggettive, e naturalmente ragioneremo sulla nostra area di interesse, ossia quella dell'Euro. La prima notazione è che la creazione di moneta non è la chiave del rilancio dell'economia reale. Certo, è vero il contrario: senza il carburante finanziario la crescita viene soffocata, ma non si può proprio dire che da noi manchi l'alimentazione monetaria. Il credito è disponibile in Europa, e se in Italia registriamo netti sintomi di restrizione creditizia è per motivi *country specific*, cioè tipici della nostra condizione di maggiore rischiosità dei prestiti, dovuta a molti fattori fra cui spicca proprio la recessione che impedisce alle imprese di fare fatturato, utile e flusso di cassa al servizio del debito. Per controprova, basta pensare alla manovra di espansione monetaria del 2011-12: in quel frangente, i mille miliardi messi a disposizione da Francoforte sono stati assorbiti dalle banche commerciali, ma non ci sono state le condizioni per investirli in prestiti perché la domanda di credito scarseggiava (quella buona normalmente) e perché quei fondi sono stati drenati dal finanziamento dei debiti pubblici, a partire da quello italiano. Eppure i tassi di interesse erano già bassissimi, e se le imprese non investono a questo costo del denaro, è palese che il problema è altrove.

Un secondo tema molto importante è quello degli effetti sul cambio della politica monetaria espansiva. È noto a tutti che la relazione è di segno inverso: la maggiore creazione di moneta porta inevitabilmente all'indebolimento della propria divisa. Questo risultato, lungi dall'essere considerato negativo, è uno degli obiettivi perseguiti dalla immissione di liquidità perché dovrebbe favorire le esportazioni e la bilancia dei pagamenti. Molti vedono proprio in questo effetto la leva per riattivare la crescita, surrogando con la componente estera la domanda interna indebolita dai bassi consumi e dalla politica fiscale severa. Ci sono molte evidenze che questo è un ragionamento superficiale, perché gli effetti vanno considerati in modo più approfondito. Intanto la disaggregazione della situazione economica europea ci mostra che esistono paesi, a partire dalla Germania, che riescono a esportare anche con i livelli di cambio dell'Euro del 2013. Inoltre, le poche imprese italiane che sono riuscite a migliorare i propri bilanci lo hanno fatto proprio grazie alla componente delle esportazioni, dove le nostre capacità e fattori competitivi risultano ancora vincenti senza bisogno di scorciatoie monetarie. E poi la nostra storia anche recente è troppo piena di cosiddette svalutazioni competitive (sic!) per continuare a illuderci che i benefici (di breve periodo) superino gli svantaggi (di lungo periodo). Il deprezzamento del cambio

si paga presto con l'inflazione e, soprattutto, con la perdita della proprietà delle nostre aziende che gli stranieri, con la moneta forte, possono più facilmente acquisire.

Già, l'inflazione: la grande assente dal quadro economico globale. Molti di noi sono cresciuti studiando i suoi effetti e le politiche per contrastarla, i riflessi perniciosi sulla contabilità, gli effetti redistributivi e di erosione del risparmio. E adesso sembra che dobbiamo invocare un po' di crescita dei prezzi per ritrovare l'equilibrio macroeconomico. Invocare l'inflazione per risolvere la crisi è una sciocchezza, come sperare di avere la sinusite per poter prendere l'aspirina. La moneta deve essere stabile, deve mantenere il suo valore, senza deprezzarsi né apprezzarsi. Ogni variazione generalizzata dei prezzi è indice di uno squilibrio, e stupisce vedere quanta gente non si avveda della stridente contraddizione fra la ricerca dell'equilibrio economico e la speranza di un forte aumento dei prezzi. Costoro sono evidentemente attratti dalla scorciatoia di ridurre il debito pubblico in termini reali senza contrarre la spesa e il deficit ma solo per effetto della crescita dei valori monetari. In altri termini, vogliono ridurre il debito pubblico tosando chi ha investito nei titoli che lo rappresentano.

Ma certamente l'alta deflazione rappresenta un problema, al pari, se non peggio, dell'inflazione. Si può combattere solo con la leva monetaria? Evidentemente no. La politica monetaria può fare la sua parte, come già sta facendo, rendendo disponibile il carburante a condizioni di massima accessibilità. L'altra componente è la domanda di beni e servizi, per consumi e per investimenti. E questa non la può creare il banchiere centrale. Devono essere i governi a individuare e a rimuovere le ragioni che soffocano questa domanda. A partire dal loro pervasivo gigantismo.