



© STOCK - WIREDP

Draghi, i tassi di interesse e l'Italia

Le temerarie proposte di finanza pubblica che hanno segnato la campagna elettorale cozzano con un possibile cambio nella politica monetaria della BCE
di Donato Masciandaro

Riuscirà la Banca Centrale Europea (BCE) guidata da Mario Draghi nel 2018 ad avviare un ritorno alla normalità? Quali potrebbero essere le conseguenze per l'Italia? In generale, nell'anno in corso i banchieri centrali dei Paesi avanzati dovranno affrontare due grandi incognite: una è economica – la crescita reale e dei prezzi, inclusi i valori finanziari – mentre l'altra è politica – il populismo.

Negli ultimi dieci anni i banchieri centrali hanno affrontato due grandi fasi: la fine della Grande Normalità e la Grande Emergenza. Ora si tratta di capire come tornare a una Nuova Normalità.

La Grande Normalità

La fine della Grande Normalità è definitivamente avvenuta nel settembre del 2008, con la bancarotta della Lehman Brothers e l'innescarsi di una crisi, nata come finanziaria e poi trasformatasi nella più

grave recessione del dopoguerra. La Grande Normalità era iniziata negli anni Ottanta, ed era stata caratterizzata dal consolidarsi di un modello della politica monetaria che è riassunto nella formula: un obiettivo, con uno strumento, per un attore.

L'obiettivo era quello della stabilizzazione macroeconomica, che poteva essere raggiunta in un orizzonte di medio periodo assegnando alla banca centrale come finalità principale quella della stabilità dei prezzi, di solito riassunta da un

© Egea SpA - TUTTI I DIRETTI SONO RISERVATI

target numerico del due per cento. Lo strumento era quello della gestione dei tassi di interesse nominali di breve periodo, tendenzialmente con operazioni bilaterali con le banche, allo scopo di influenzare la dinamica del debito privato, e di riflesso l'andamento dei consumi e degli investimenti, quindi della crescita economica. L'attore doveva essere unicamente la banca centrale, inserita in un disegno istituzionale che la rendesse indipendente dalle pressioni degli esecutivi politici a esercitare politiche monetarie miopi. L'indipendenza della banca centrale si concretizzava con tre fondamentali proprietà: l'attenzione prioritaria, già ricordata, alla dinamica dei prezzi; il divieto di occuparsi, direttamente o indirettamente, del finanziamento dei disavanzi pubblici; assenza di responsabilità riguardo alla politica di vigilanza bancaria. Il disegno dell'indipendenza ha trovato la sua realizzazione più coerente e completa nell'istituzione della Banca

Centrale Europea (BCE). Al modello di politica monetaria della Grande Normalità è stato attribuito un ruolo importante nel determinare le buone performance macroeconomiche dei Paesi avanzati.

La Grande Emergenza

Con il 2008 il modello della Grande Normalità ha lasciato il posto a quello della Grande Emergenza. L'obiettivo macroeconomico principale è divenuto prima quello di evitare la deflagrazione finanziaria, poi quello di superare una crisi recessiva e deflattiva. Il perseguimento di tali obiettivi è stato fortemente complicato dal fatto che l'avversione al rischio ha colpito tutti gli attori dell'economia. La crescita patologica dell'avversione al rischio ha rotto il meccanismo convenzionale di

trasmissione della politica monetaria, basato sulla gestione dei tassi di interesse. Alla gestione straordinaria dei tassi – portati allo zero, poi in territorio negativo – si è aggiunto un attivismo penetrante e sistematico sui mercati finanziari, attraverso l'acquisto di titoli pubblici e privati, su un ampio ventaglio di scadenze, condito con una politica di annunzio monetario, per influenzare le aspettative. Al contempo, i banchieri centrali tornavano in alveo che il modello della Grande Normalità aveva escluso: gli effetti fiscali della politica monetaria e l'attivismo nella politica di vigilanza. Anche la banca centrale indipendente per eccellenza – la BCE – ha affrontato i rischi che si incorre quando la politica mo-

Quale Nuova Normalità?

Ma ora il grande dilemma è come disegnare la Nuova Normalità. Il 2018 rappresenterà un passaggio assai delicato, tra Scilla e Cariddi. Uno scoglio è rappresentato dalla perdurante incertezza riguardo a quello che la politica monetaria può e non può fare per stabilizzare il ciclo economico. L'altro scoglio è il crescere della tendenza al populismo a cui sembrano indulgere quasi tutti i politici: chiedere alla politica economica – inclusa la monetaria – di affrontare i problemi guardando esclusivamente al breve periodo, criticando le élite. E continuare a ritardare la normalizzazione dei tassi di interesse.

Ma l'Italia può attendere serenamente il momento in cui la BCE

chiuderà l'ombrello dei tassi che finora ha protetto la finanza pubblica italiana? Questa domanda avrebbe dovuto essere in cima alla lista delle priorità a cui rispondere nel definire i programmi di politica economica dei partiti in vista della competi-

zione elettorale. Eppure su di essa i politici sono stati reticenti. Perché la risposta farebbe andare a gambe per aria tutte le proposte temerarie di finanza pubblica.

Va riconosciuto che la propensione dei politici a dimenticarsi dell'ombrello europeo dei tassi può essere agevolata dal fatto che tale ombrello è aperto al massimo da un periodo straordinariamente lungo. Ricordiamo che l'ombrello dei tassi di interesse dipende di solito da tre fattori: il livello reale dei tassi, l'andamento dell'inflazione, la volontà della banca centrale di perseguire i suoi compiti istituzionali. È dal 2008 – se vogliamo proprio segnare una data – che l'andamento macroeconomico ha spinto i tassi verso il fondo. In primo luogo, tutte le stime sul tasso reale di rendimento del capitale – varia-



netaria tracima nella politica fiscale e in quella di vigilanza. La fase della Grande Emergenza si è chiusa con la ripresa economica e la fine del rischio deflazione.

La popolarità dei banchieri centrali ha vissuto alterne fortune: gli è stato rimproverato di aver dimenticato la stabilità finanziaria durante la Grande Normalità – ma non si comprende perché la stabilità finanziaria avrebbe dovuto essere un compito della politica monetaria – e di non aver fatto agito al meglio per gestire la ripresa – ma essendo le critiche di segno opposto, sia delle colombe che avrebbero voluto ancora più aggressività, sia dei falchi che al contrario avrebbero preferito più conservatorismo, viene da dire che i banchieri centrali sono stati solo prudenti.



© STOCK - ASALVE

L'operato della BCE viene giudicato in maniera opposta da falchi e colombe

bile che è peraltro di difficile misurazione – indicano che tale variabile si sia schiacciata verso lo zero, quando non è andata in territorio negativo. Sulle ragioni dell'anemia del tasso reale la ricerca economica è divisa tra posizioni che oscillano tra due estremi, pur essendo spesso complementari. Da un lato, si ritiene che una tendenziale caduta della produttività sia alle radici strutturali del fenomeno; all'opposto, si considera più rilevante un eccesso di risparmio – con matrice sia demografica sia geoeconomica – che caratterizza i Paesi avanzati da almeno due decenni. Qualunque sia la ragione dominante, appare un dato di fatto l'appiattimento del rendimento reale, almeno rispetto ai livelli degli anni Ottanta.

Il ruolo della politica monetaria

Ma la politica monetaria c'entra qualcosa? Anche qui scendono in campo due visioni, che oggi sono in

Europa particolarmente attive nel valutare positivamente – le colombe – o negativamente – i falchi – l'operato della Banca Centrale Europea, la quale ha messo in campo dal 2008 in avanti, ma in particolare a partire dal 2014 una politica monetaria particolarmente aggressiva, schiacciando i tassi nominali e reali prima verso lo zero, poi in territorio negativo.

Le colombe danno un giudizio positivo della strategia della BCE partendo dall'idea che la politica monetaria può apportare un contributo indiretto alla crescita reale, che in una fase recessiva si traduce in una politica monetaria molto espansiva. L'idea di fondo è che la dinamica di medio periodo delle variabili reali possa essere sostenuta dalla politica monetaria se la banca centrale si concentra prevalentemente sulla stabilizzazione dell'inflazione. La stabilizzazio-

ne dell'inflazione – che è l'obiettivo della BCE – a sua volta deve essere perseguita con una politica monetaria espansiva finché non ci sia una robusta evidenza che sia i prezzi sia le aspettative sui prezzi siano su un sentiero stabile e sostenibile, senza la stampella della politica monetaria e lungo tutto il perimetro dell'Unione. È un approccio che caratterizza tutte le azioni e dichiarazioni della BCE, inclusi gli ultimi verbali appena pubblicati.

Ma ai falchi la strategia scelta dalla BCE non piace. La tesi è che una politica monetaria troppo espansiva ha un effetto diretto e negativo sulle variabili reali. Per almeno due diverse ragioni. Da un lato, la catena che parte dal presunto eccesso di politica monetaria all'anemia della produttività ha il suo anello cruciale nel meccanismo delle aspettative. Finché una banca centrale – è questo il ragionamento – continua ad accom-

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

pagnare, invece che anticipare e annunziare, il ritorno a un profilo normale delle variabili reali e nominali, la scintilla che si accende nelle famiglie e nelle imprese che spinge a spendere e/o a investire continua a essere flebile. In altri termini, la politica monetaria troppo espansiva intacca direttamente la capacità di crescita dell'economia.

Da un altro punto di vista – e in parallelo – l'eccesso di politica monetaria produce e accentua distorsioni nella parte finanziaria dell'economia. In particolare, avendo fiducia nelle capacità del mercato, finché la struttura dei tassi non viene riportata alla normalità, i comportamenti inefficienti di imprese, banche e governi trovano acque facili in cui navigare, rendendo più resilienti le sacche di inefficienza, e quindi contribuendo ai deficit di crescita reale.

Alla luce dei dati esistenti, la tesi dei falchi è temeraria, o quantomeno acerba. In ogni caso, al di là della sua robustezza, accoglierla, da parte dei banchieri centrali, significherebbe comunque un'assunzione di rischio. Un'accelerazione della normalizzazione – se basata esclusivamente su tali presupposti – sarebbe un atto rischioso. I banchieri centrali, anche per la natura del loro compito, tendono a essere avversi al rischio. Quelli di Francoforte non fanno e continueranno a non fare eccezione.

La dinamica dell'inflazione

Nello stesso tempo, in contemporanea con l'azzerarsi dei tas-

si reali, è andata ad appiattirsi anche l'inflazione. L'appiattimento dell'inflazione è anche precedente alla Grande Crisi iniziata nel 2008. L'aspetto positivo è una stabilizzazione della crescita dei prezzi che sembra essersi sganciata dalle oscillazioni congiunturali delle variabili reali, quali crescita e occupazione. L'aspetto negativo è che tale sganciamento ha reso finora meno prevedibile la catena di trasmissione che va dalla politica monetaria ai prezzi in una situazione di recessione, aumentando il rischio deflazione.

All'appiattimento dei tassi reali e dell'inflazione le banche centrali – inclusa la BCE – hanno reagito nel modo più prudente, inaugurando – come già ricordato – una stagione di politica monetaria ultra-espansiva. La prudenza è stato il modo di adempiere a mandati istituzionali in cui il rischio deflattivo deve essere sempre evitato. Ne hanno senza dubbio automaticamente beneficiato tutti i Paesi che durante la Crisi hanno aumentato i disavanzi fiscali, ma soprattutto i guadagni sono andati a beneficio di quelli – come il Bel Paese – caratterizzati da un alto debito pubblico.

Il paradosso italiano

Quando si chiuderà l'ombrello dei tassi europei? La risposta più generale è che l'ombrello rimarrà aperto per gran parte del prossimo anno, a meno di una sorpresa positiva, vale a dire una ripresa economica, prezzi inclusi, non più anemica e reversibile. Un ombrello

che si chiude implica il ritorno del sole, come ha di recente sottolineato lo stesso Presidente Draghi. Ma sarebbero davvero tutti contenti di un inaspettato ritorno alla normalità dei tassi di interesse? Cosa accadrebbe se la normalizzazione dei tassi trovasse il nostro Paese con una finanza pubblica indisciplinata, secondo i criteri che utilizzano i mercati finanziari?

Qui sta il paradosso italiano: per far finta che la questione debito pubblico non esista, bisogna contare sul fatto che una ripresa economica rilevante e stabile arrivi il più tardi possibile. In tal modo, è possibile far passare per credibili una serie di proposte temerarie sul rapporto tra crescita e finanza pubblica, che hanno tutte un comune denominatore: una finanza in disordine produce crescita economica, che a sua volta risolve il disordine finanziario. Purtroppo è un denominatore che – come minimo – non ha alcuna base empirica consolidata e robusta. Puntare su tale denominatore è un azzardo economico; certo oggi politicamente conveniente, soprattutto finché c'è l'ombrello europeo ben aperto. Sperando che il bel tempo non faccia brutti scherzi, arrivando in anticipo. In quel caso, più di un politico, soprattutto se al governo, potrebbe sorprendersi a pensare: «C'è il sole, maledetta economia!». ■

Esplora **e&m**PLUS su
www.economiaemanagement.it



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