

Dossier

La politica monetaria

Perché la lama di Draghi oggi è meno affilata

Più si amplia l'allargamento da liquidità più l'economia si muove al rallentatore

LA SPADA MONETARIA PUÒ ANCHE FERIRE CHI LA MANEGGIA SE LA SETE DEI MERCATI AUMENTA E IL MECCANISMO FUNZIONA AL CONTRARIO

Carlotta Scozzari

Si chiama Quantitative easing, in breve Qe, il contributo delle banche centrali per risollevare le sorti delle economie occidentali che arrancano. E consiste nell'acquisto periodico di titoli, principalmente obbligazioni statali ma anche societarie, per immettere liquidità sui mercati. Ad avventurarsi per prima su questa strada è stata la Federal Reserve (Fed) statunitense ora guidata da Janet Yellen, che aveva avviato il programma alla fine del 2008; sta tuttora sperimentando il Qe la Banca centrale europea (Bce) capitanata dall'italiano Mario Draghi, partita in questa direzione soltanto all'inizio del 2015; e ha deciso di rilanciare di recente il programma di acquisto di titoli anche la Bank of England di Mark Carney, per contrastare eventuali conseguenze negative del dopo Brexit.

È tuttavia evidente che finora gli sforzi effettuati dalla Bce, compresi quindi i numerosi tagli dei tassi di interesse che li hanno ridotti a zero, non hanno sortito gli effetti sperati sull'economia. Per rendersene conto, basta guardare alle stime di crescita del Prodotto interno lordo (Pil) dei Paesi dell'area euro. Secondo l'Ocse, per esempio, il Pil salirà dell'1,5% nel 2016 e dell'1,4% nel 2017, rispettivamente 0,1 e 0,3 punti in meno di quanto messo in conto

nella tornata di previsioni precedenti. Dunque, per rilanciare l'economia la politica monetaria non basta, servono le riforme, è il mantra che da mesi ormai va ripetendo il governatore della Bce.

Tra i più profondi studiosi delle politiche monetarie, Donato Masciandaro ricorre a un'immagine metaforica per sottolineare quest'incapacità della Banca centrale europea di dare una spinta all'economia: «La spada a due lame dell'inondazione monetaria (Qe) appare difficile da maneggiare», senza contare che è «forse spuntata», ossia non così efficace come si sarebbe desiderato. Per Masciandaro, malgrado iniettare liquidità sia «sempre più difficile» e gli effetti sull'economia siano «sempre meno scontati», i banchieri centrali non riescono a fare a meno del Quantitative easing, «anche perché è la scelta meno rischiosa per la loro reputazione». E poiché tutto ciò fa evidentemente comodo anche ai politici e ai mercati finanziari americani, quasi nessuno è veramente preoccupato. Perlomeno, non fino a ieri. Anche se, va detto, qualche campanello d'allarme sta già suonando.

LE CRITICITÀ

Di nuovo ricorriamo a Masciandaro. Che dice: «Nell'Unione ha tracciato la politica di vigilanza» che «dovrebbe essere una ancella della politica macro prudenziale», perché, «dato il disegno macro prudenziale, la vigilanza ne dovrebbe correggere i toni, in specifiche situazioni aziendali». Tuttavia, come tutti possono constatare, l'Unione europea, orfana della politica macro prudenziale, ha finito per subire l'azione di Danièle Nouy, responsabile della Vigilanza Unica. Ecco che così,



in questo contesto la vigilanza, che dovrebbe essere selettiva, ha invece assunto un carattere sistemico. Di riflesso, anziché migliorare, il tono anticiclico delle politiche prudenziali ha assunto un connotato prociclico. Sicché, precisa Masciandaro, l'incertezza delle regole che l'azione di vigilanza sta provocando accentua la straordinarietà del momento.

Così, conclude epigrammatico il docente dell'Università Bocconi, «miopia si somma a miopia».

Insomma, che l'allagamento monetario sia uno strumento ricco di incognite non è oramai una sorpresa per nessuno. Opportunità e rischi, almeno sulla carta, sembrano chiari. Eppure, il meccanismo e gli obiettivi che il banchiere centrale medio ha in testa quando "pompa" liquidità sui mercati è semplice: ren-

dere più conveniente indebitarsi che risparmiare, così da fare ripartire la domanda aggregata e quindi la crescita. «L'espansione monetaria è una spada con una lama ben efficace per infilzare recessione e deflazione», sottolinea Masciandaro. Ma quell'arma, si diceva, è ormai poco efficace. Come mai? Per tentare di spiegarlo sempre più si ricorre a due lezioni di un certo signor John Maynard Keynes, il quale - negli anni Trenta - era molto scettico sull'efficacia della politica monetaria in situazioni straordinarie. La prima: una situazione è straordinaria quanto il livello di incertezza è anomalo. «L'anomalia dell'incertezza - spiega Masciandaro - rende tutti gli operatori - banche, mercati, imprese e famiglie - assettati di liquidità. Tutti cercano di avere nel proprio portafoglio l'attività finanziaria sicura».

E poi c'è la seconda lezione: l'anomalia non è detto che sia temporanea. Per cui possono emergere due rischi. Il primo è che la spada risulti poco affilata e cioè che la liquidità aumenta, ma la sete dei mercati non si placa. Il secondo è anche peggiore, visto che la spada potrebbe essere non solo a due lame, ma anche ferire chi la maneggia; cioè la liquidità aumenta, e la sete dei mercati addirittura aumenta. In questo caso, accade che il meccanismo che hanno in testa i banchieri centrali funzioni al contrario: le aspettative di inflazione e di crescita dipendono da quello che fa la politica monetaria, per cui più l'allagamento monetario aumenta, più le attese si deprimono, e l'economia rimane bloccata. È possibile che sia quello che sta succedendo in Europa. L'auspicio è che a Francoforte ne tengano conto.