

Draghi, una prudenza necessaria

Brunello Rosa *

Può aver destato qualche sorpresa tra gli analisti, e qualche malumore tra i politici tedeschi in campagna elettorale, la decisione di giovedì scorso della Bce di non cedere alle pressioni ricevute da più parti di rivedere in senso restrittivo la politica monetaria, principalmente a seguito di un recente rialzo dei tassi di inflazione, che si sono avvicinati all'obiettivo dichiarato del 2%. Ma la decisione della Banca Centrale ed i commenti che la hanno accompagnata (principalmente da parte del presidente Draghi e del capo economista Peter Praet) sono perfettamente giustificati alla luce delle dinamiche economiche di fondo, del contesto geopolitico europeo e mondiale e della strategia comunicativa adottata dall'istituto di Francoforte.

Dal punto di vista macroeconomico, una ripresa dell'attività produttiva è certamente in atto e mantiene una sua resilienza, ma siamo lontani dal poterla considerare una forte fase di sviluppo diffuso e sostenuto. Tassi di crescita tra l'1% e il 2% sono ormai prevalenti in quasi tutti i paesi dell'Eurozona (con alcune eccezioni in negativo ed in positivo) e, con rammarico, bisogna constatare che sono addirittura superiori al tasso di crescita potenziale (asfittico ovunque, perfino in Germania, dove si attesta tra l'1,2% e l'1,5%, a seconda delle stime). Ma non paiono sufficienti a ridurre in modo strutturale l'alta disoccupazione, soprattutto giovanile, presente in molti paesi, mantenendo aperto quell'output gap che impedisce alle pressioni salariali al rialzo di manifestarsi appieno. Sicché anche il rialzo dell'inflazione registrato negli ultimi mesi non si può attribuire ad una forte dinamica della sua componente *core* (ossia quella depurata dalle componenti volatili, quali i prezzi del petrolio e del cibo), bensì principalmente al rialzo dei prezzi energetici registrati nei mesi scorsi, e già invertitosi.

Di fronte a tale quadro macroeconomico, appare sacrosanto da parte della Bce mantenere un atteggiamento prudente, soprattutto per evitare di ripetere gli "errori" del passato, quali l'ultimo rialzo del 2008 e i due rialzi del 2011, entrambi effettuati poco prima di una precipitosa inversione di rotta, con l'adozione di politiche monetarie ultra espansive.

Il contesto geopolitico europeo e mondiale suggerisce anch'esso di adottare la massima prudenza. Apparirebbe quantomeno avventato procedere a strette monetarie a ridosso di elezioni di particolare importanza quali sono quelle francesi e tedesche

di quest'anno, non potendosi correre il rischio di generare reazioni avverse del mercato che andassero a intaccare la fiducia dei cittadini e rinfocolando le mai celate polemiche sull'effetto che l'adozione dell'euro (e con esso, di una banca centrale unica per tutti i paesi dell'Eurozona) ha avuto sulle varie economie continentali.

Con questo non si vuol dire che la Bce agisca politicamente o che veda intaccata la sua indipendenza dalle dinamiche politiche di breve periodo: si farebbe un torto a chi la guida. Si intende solo dire che le banche centrali di tutti i paesi del mondo non vivono in un "vacuum", e che pertanto non avendo urgenza di agire in breve tempo, possono permettersi di calibrare la tempistica dei loro interventi in modo che essi avvengano in un contesto quanto più neutro possibile. La scelta fatta a dicembre 2016 di estendere il programma di titoli pubblici e privati fino alla fine del 2017 ha aiutato infatti ad eliminare un fattore di incertezza (e di sicura polemica politica) in un anno elettorale particolarmente delicato. A livello internazionale, se sono vere le voci che vedrebbero l'amministrazione Trump muoversi per scegliere i membri vacanti del comitato di politica monetaria della Fed in modo da renderne la politica monetaria più accomodante di quanto sarebbe richiesto dal ciclo economico, pare evidente come la Bce debba in qualche modo rispondere con altrettanta se non superiore prudenza rispetto ad un possibile irrigidimento della politica monetaria, per evitare un ri-apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro che vanificherebbe gli sforzi fatti finora per riportare verso l'alto i tassi di inflazione e di crescita economica dell'Eurozona.

Infine le strategie comunicative: per mantenere la sua credibilità, la Banca Centrale deve confermare coi fatti ciò che ha promesso a parole: tenere i tassi bassi a lungo, e oltre la durata degli acquisti dei titoli. Invertire questa sequenza, per esempio rialzando i tassi prima che siano finiti gli acquisti del Qe, vorrebbe dire sconfessare la propria "forward guidance", uno strumento essenziale per incidere sui tassi di mercato quando questi sono prossimi allo zero come in questo periodo. La Bce probabilmente si muoverà, ma al massimo per rimuovere alcune delle "asimmetrie" presenti nel suo attuale apparato comunicativo, compresa la possibilità di aumentare il volume degli acquisti e ridurre ulteriormente i tassi se la situazione deteriorasse, che non paiono giustificate dall'attuale fase del ciclo economico descritta in precedenza.

*L'autore è Ceo e capo economista di MacroGeo

© RIPRODUZIONE RISERVATA

