

Quelle riforme mancate che allungano la vita del Qe

[IL COMMENTO]

Le riforme che Draghi aspetta ancora

Andrea Boitani

È nella natura umana che i cambiamenti (specie quelli futuri) creino ansia, timori e incertezze. E "i mercati" - non essendo entità metafisiche, ma il risultato dei comportamenti de (e delle interazioni tra) i soggetti che vi operano - sembrano soffrire delle stesse sindromi patite da noi bipedi (più o meno) senzienti. Normale, dunque, che la prossima fine del *quantitative easing* crei un bel po' di ansia. Sono ormai due anni e mezzo (dal marzo 2015) che la Bce (tramite le banche centrali nazionali) compra decine di miliardi di titoli (prevalentemente, ma non solo, pubblici) ogni mese. Si tratta di un aumento delle attività detenute dal sistema europeo di banche centrali pari a circa 2.600 miliardi fino ad oggi. Per alcuni la fine del Qe è l'Armageddon: porterà al crollo del prezzo dei titoli, al rialzo dei tassi e all'aumento degli spread. Per altri (specie nel Paese dove spesso suona il *nein*) si tratta dell'alba di una nuova era, in cui l'Eurozona viene liberata dalla droga monetaria e dal veleno dei tassi negativi, che in Germania nuociono tanto (ma non è poi così vero, come ha dimostrato una ricerca della Bundesbank e ha puntualmente ricordato Draghi ai parlamentari tedeschi giusto un anno fa).

Quel che è certo è che un aumento dei tassi nelle fasi positive del ciclo serve anche a preparare le condizioni per una loro riduzione, quando il gelido vento della recessione dovesse tornare a farsi sentire.

La realtà è che la fine del Qe non è vicinissima. In primo luogo, la fine degli acquisti netti non significa che i titoli comprati vengano venduti e neanche che la Banca centrale europea cessi di riacquistare i titoli che via via arrivano a scadenza. La velocità con cui il bilancio della Bce verrà ridotto può essere regolata con la massima prudenza, come del resto insegna l'e-

sperienza americana.

In secondo luogo - come ha chiarito Draghi nella conferenza stampa del 7 settembre scorso - il tasso di *policy* rimarrà vicino a zero ancora a lungo e il programma di acquisti netti andrà avanti al ritmo attuale (60 miliardi al mese) «fino a dicembre 2017 e oltre, se necessario, e comunque finché il consiglio di governo della Bce non vedrà un aggiustamento durevole dell'inflazione verso il valore obiettivo (inferiore, ma vicino al 2%, ndr)».

La stessa Bce prevede (nelle proiezioni per l'Area Euro di settembre) un tasso di inflazione *core* (cioè al netto dei volatili prezzi del cibo e dell'energia, il parametro preferito dai banchieri centrali) pari all'1,1% per il 2017, che salirà all'1,3% per il 2018 e all'1,5% per il 2019, cioè ben sotto l'obiettivo. Inoltre, la stessa Bce precisa che qualsiasi apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro e alle altre valute al di sopra del valore utilizzato per formulare le sue previsioni, ridurrebbe il tasso di inflazione anche dello 0,2%. Saremmo, in quel caso, ancora con un'inflazione all'1% nel 2018 e all'1,3% nel 2019: una situazione che giustificerebbe un prolungamento del Qe.

Si obietterà che la crescita nell'Eurozona si sta consolidando e che questa è la ragione principale per cui il Qe ha le ore contate. In realtà, la stessa Bce prevede una crescita del Pil reale che non arriva al 2% nei prossimi due anni (1,8% nel 2018 e 1,7% nel 2019), con la possibilità che questi valori siano ridotti da un eventuale apprezzamento della moneta unica. Una crescita assai più stentata di quella che ci si aspetterebbe dopo una lunga e profonda recessione. Non a caso, la disoccupazione resta (e resterà ancora nei prossimi due anni) su livelli più alti (8,6% nel 2018 e 8,1% nel 2019) di quelli raggiunti nel 2007 (7 per cento). In ogni caso, il mandato della Bce non prevede che essa guardi al tasso di crescita o

alla disoccupazione. E stando all'inflazione attuale e attesa, siamo ancora ben al disotto dell'obiettivo.

Perché i prezzi sono così recalcitranti a salire? La ragione fondamentale è che il costo unitario del lavoro cresce poco: nelle previsioni della Bce dovrebbe crescere addirittura meno dell'inflazione. Ma la dinamica del costo unitario del lavoro è uguale alla dinamica delle retribuzioni meno la dinamica della produttività; quindi la moderazione salariale e la crescita della produttività tengono basso il costo unitario del lavoro e, con esso, l'inflazione.

A sua volta la moderazione salariale è dovuta all'alta disoccupazione e alla riduzione del potere di mercato dei lavoratori provocata anche dalle cosiddette "riforme strutturali" del mercato del lavoro, raccomandate come rimedio universale dalla stessa Bce, ma anche da Ocse, Fmi negli anni passati. Oggi queste istituzioni si rendono conto che una più sostenuta dinamica salariale sarebbe utile e necessaria (anche per arginare il crescente numero di lavoratori poveri). Ma come ottenerla, senza reintrodurre la rigidità del mercato del lavoro eliminate con tanta fatica? Forse, facendo politiche che riducano la disoccupazione in modo molto più deciso?

Negli ultimi due anni Mario Draghi ha ripetuto più volte che il *quantitative easing* andava accompagnato da politiche fiscali più espansive, almeno da parte dei Paesi che avevano (e hanno) a disposizione dello "spazio fiscale", cioè che avevano e han-



no bilanci pubblici in surplus e basso debito pubblico.

Quelle raccomandazioni sono rimaste inascoltate e l'Eurozona non ha potuto cogliere i benefici che l'espansione in Germania, Olanda, Austria avrebbe potuto generare per tutti. Non mi sembra probabile che l'atteggiamento di politica fiscale in questi paesi sia destinato a cambiare dopo le elezioni tedesche del 24 settembre, qualsiasi siano i risultati. Perciò è improbabile che la crescita venga stimolata e la disoccupazione ridotta in misura sufficiente a rianimare la dinamica salariale e, quindi, l'inflazione. Il mandato di Draghi finisce nell'autunno 2018 e non è rinnovabile. Non è impossibile che il Qe, magari in formato ridotto, rimanga con noi ancora per un po'.

© RIPRODUZIONE RISERVATA