

Bce, i rischi dei tassi zero "all'infinito"

(IL COMMENTO)

La crescita generale e la politica della Bce

Marcello Esposito

Dicembre è tradizionalmente il mese in cui gli economisti si esercitano nell'individuare i grandi temi che nel bene e nel male influenzeranno l'andamento dei mercati finanziari nel corso dell'anno nuovo. In genere, la tendenza è ad accentuare i rischi ma quest'anno la scienza triste appare un po' più allegra. Per la prima volta dallo scoppio della grande crisi, il 2017 termina con una generalizzata revisione al rialzo delle stime di crescita elaborate l'anno precedente. La Bce ad esempio ha pubblicato la scorsa settimana le nuove previsioni del Pil dell'Eurozona per il 2017 e 2018, innalzandole di 0,2% e di 0,5% rispetto a quelle pubblicate solo tre mesi fa. E revisioni analoghe hanno interessato un po' tutta l'economia mondiale.

Il 2018 si distingue rispetto agli anni precedenti non solo per uno scenario di crescita generalizzata e diffusa in tutti i settori dell'economia mondiale, ma anche per l'assenza di appuntamenti politici di rilievo. Esiste un'incognita elezioni in Italia, tuttavia l'indifferenza dei mercati nei confronti della situazione di stallo in Germania rende plausibile ritenere che l'assenza di una maggioranza parlamentare in Italia non sarà fonte di particolari preoccupazioni. Esiste ovviamente sempre il rischio che possa generarsi un evento catastrofico nelle aree di maggiore tensione geopolitica, ma la tenuta del prezzo del petrolio e la ripresa economica dovrebbero più che compensare le superficialità e l'improvvisazione dell'amministrazione Trump.

Negli Stati Uniti, l'avvicendamento tra Janet Yellen e Jerome Powell alla guida della Fed non sembra porterà ad un mutamento significativo nella conduzione della politica monetaria. Quindi, il rialzo dei tassi d'interesse sarà graduale, ma ci sarà. Dal livello di 1,25% a cui lo ha portato la Yellen,

il tasso d'intervento principale sarà innalzato entro fine anno al 2% o più. D'altro canto, l'economia è robusta, la politica fiscale è espansiva e l'inflazione inizia a reagire ad anni di liquidità abbondante.

Meno intellegibile la politica che la Bce intende effettivamente perseguire. È poco credibile l'affermazione, nel corso dell'ultima conferenza stampa di Mario Draghi, che sul quantitative easing la Bce non abbia discusso o effettuato elaborazioni ulteriori rispetto a quanto annunciato alla fine dell'estate. Quale obiettivo si intende perseguire andando avanti a comprare titoli obbligazionari per trenta miliardi al mese, una cifra di poco inferiore ad un anno di deficit pubblico italiano, fino a settembre 2018? Che senso ha promettere di mantenere i tassi negativi fino al 2019 e oltre? L'economia sta crescendo ad un ritmo superiore a quello americano e l'inflazione è vicina al cosiddetto target del 2%. In queste condizioni, mantenere artificialmente bassa tutta la curva dei rendimenti equivale ad aumentare più che proporzionalmente lo stimolo monetario, non a stabilizzarlo. L'effetto sull'economia sarà quello di un'ulteriore spinta. Forse utile per accelerare l'assorbimento dell'output gap e della disoccupazione, ma il rischio è di alimentare ancora di più la dimensione della bolla speculativa presente sui mercati finanziari e per questa via compromettere il compito primario della Bce, che è quello della stabilità finanziaria.

Molti osservatori si preoccupano del fatto che una mancata normalizzazione della politica monetaria in Europa possa trovare sguarnite le difese della Bce nell'evenienza di una nuova recessione. Il ragionamento si basa sulla convinzione che convenga approfittare della situazione favorevole per ricreare uno spazio di intervento per stimolare l'economia,

qualora un imprevisto lo rendesse necessario. In realtà, come lo stesso Mario Draghi ha sostenuto, si tratta di un'evenienza che non ha molte probabilità di realizzarsi nel futuro prevedibile e comunque le munizioni a disposizione della Bce non sono certo finite a causa del Qe o dei tassi negativi. Se c'è la volontà politica, la storia comunitaria insegna che i Trattati europei consentono una interpretazione molto flessibile anche delle norme apparentemente più vincolanti.

In realtà, il rischio maggiore per la Bce è che le misure straordinarie per ravvivare l'inflazione abbiano un successo proporzionale allo sforzo profuso. Panico e euforia sono processi non-lineari. Per ora confinata all'interno del sistema finanziario, la liquidità ha iniziato a esondare nel settore immobiliare delle nuove città-stato su cui è incardinata la rete della globalizzazione o nelle golene virtuali delle criptovalute. La natura forse non fa salti, ma l'economia sì. Se la velocità di circolazione della moneta tornasse ai livelli pre-crisi, la Bce sarebbe in grado di ridurre rapidamente la dimensione del proprio bilancio per controllare le dinamiche inflattive e/o speculative? Sappiamo che l'impatto sui grandi debitori potrebbe essere devastante, soprattutto se il sistema bancario non fosse più in grado di assorbire per ragioni regolamentari l'eccesso di offerta di titoli pubblici in asta. E quindi è una scelta o una necessità la promessa di Mario Draghi di rinnovare i titoli acquistati con il Qe e che vengano a scadenza?

© RIPRODUZIONE RISERVATA

