

LA POLITICA MONETARIA

Le scelte di Draghi e le trappole dei mercati

di **Donato Masciandaro**

Le perturbazioni dalla Cina spingeranno la Banca centrale europea a modificare le sue scelte? La risposta è semplice: dipende se tali scosse

incideranno sulla regola di politica monetaria che guida l'azione di Mario Draghi.

C'è attesa sulle decisioni che verranno oggi prese dalla Bce sull'orientamento della politica monetaria. Dopo che le scorse settimane sono state caratterizzate da forti perturbazioni nei tassi di cambio e nelle Borse, e in uno scenario macroeconomico in cui la ripresa economica appare ancora acerba e la dinamica dei prezzi anemica, è stata avanzata l'ipotesi che la Bce possa ulteriormente accentuare l'espansione monetaria. È un'ipotesi robusta? Dipende dall'impatto che le novità congiunturali possono avere

sulla regola di politica monetaria. Ed è difficile che l'impatto stimato sia tale da spingere sin da oggi a mutamenti significativi.

Da sei mesi la Bce ha avviato una strategia di politica monetaria che ha come obiettivo principale il ritorno a una dinamica dei prezzi al consumo al 2%; lo strumento prioritario adottato, essendo i tassi di interesse di fatto al livello zero, sono gli acquisti sistematici di titoli privati e pubblici sui mercati, aumentando la liquidità potenzialmente disponibile.

Di fronte a prezzi al consumo ancora piatti, e al rischio che l'andamento dei prezzi delle

materie prime - ancora deboli - unito alle perturbazioni valutarie provochi nuove pressioni deflazionistiche, più d'uno sarebbe pronto a scommettere sulla necessità di un'ulteriore accentuazione espansiva dell'azione della Bce. Una svolta oggi sarebbe però una forte assunzione di rischio da parte della Bce. In assenza di pericoli imminenti, le forti assunzioni di rischio non sono coerenti con il modus operandi dei banchieri centrali, soprattutto quando la politica monetaria riguarda 19 Paesi sovrani, tra loro molto diversi. Basta ricordare cosa è successo negli ultimi due anni.

Continua ▶ pagina 3

Donato Masciandaro

Le scelte di Draghi e le trappole dei mercati

▶ *Continua da pagina 1*

Nell'Unione europea i prezzi al consumo hanno toccato l'ultima volta il 2% nel gennaio del 2013; poi per 22 mesi sono sistematicamente scesi, per divenire negativi a partire dal dicembre 2014 fino al marzo 2015, e poi iniziare una timida salita appena sopra lo zero. La disinflazione è diventata deflazione, nonostante l'orientamento della politica monetaria sia stato sistematicamente espansivo

a partire dal novembre 2011. Dunque in Europa abbiamo toccato con mano quali sono i limiti della politica monetaria, quando il sistema economico entra in situazioni recessive straordinarie, come è quella della trappola della liquidità. In questi mesi abbiamo anche imparato - speriamo - che quando una politica è inefficace, occorre capire qual è il momento giusto in cui è opportuno cambiare la strategia. Altrimenti il cambio di strategia rischia di essere inefficace, o addirittura controproducente.

Nel caso della trappola della liquidità, che annulla l'efficacia dell'azione dei tassi d'interesse, l'obiettivo di una banca centrale diviene condizionare nella giusta direzione e al giusto momento le aspettative, per contribuire a sbloccare la situazione di stallo nell'economia. È una scelta rischiosa, soprattutto se a doverla fare è la Bce, le cui

decisioni riflettono e si riverberano su 19 Paesi diversi tra loro. Quanto più le preferenze dei 19 Paesi sono eterogenee, tanto più sarà difficile prendere una decisione rischiosa. È la trappola politica che caratterizza la nostra banca centrale, che si è potuta sciogliere solo nel momento in cui la deflazione è divenuta una realtà, e nel contempo il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è apparso in via di guarigione. Da gennaio 2015 si è potuta annunciare, e poi mettere in atto, l'espansione monetaria quantitativa europea. Ed è l'esistenza di una regola monetaria che alla fine ha costretto anche i più avversi al rischio - tedeschi ma non solo - ad approvare l'ulteriore svolta espansiva.

Oggi occorre capire se i mutamenti in corso nell'andamento dei prezzi internazionali, inclusi quelli delle valute, incidono sul

percorso che la Bce vuole e deve seguire per tornare auspicabilmente entro il settembre 2016 alla stabilità monetaria. Conteranno le informazioni che la Bce ha, in funzione del suo ruolo; di per sé, infatti, i movimenti di breve periodo dei prezzi delle attività finanziarie, incluse le monete, dicono oggi giorno sempre meno. Parlare di effetti automatici e immediati di svalutazioni e rivalutazioni sull'economia reale è sempre più un concetto di archeologia economica, da cattivo libro di testo. L'economia reale è fatta sempre di più da catene di creazione del valore; tanto più la catena è internazionale, tanto più gli effetti di variazione nel valore relativo tra euro, dollaro e renminbi sono tutt'altro che scontate. Una ragione per essere prudenti, come banchieri centrali, in generale, ed europei, in particolare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

