

La nuova bussola dei tassi che guida Francoforte

Usare una nuova bussola può essere utile quando la nebbia intorno si infittisce: è quello che sta facendo in questo momento la Banca centrale europea, scegliendo i tassi di interesse sui titoli e sui prestiti come una bussola da seguire nell'anno della pandemia.

Negli scorsi giorni il membro del Comitato esecutivo della Bce Fabio Panetta in un seminario alla Bocconi ha dato un importante contributo per meglio comprendere una novità significativa che caratterizzerà la politica monetaria nei prossimi mesi e che riguarda il rapporto tra la scelta tattica di una serie di indicatori finanziari, volta a non abbassare l'efficacia della strategia complessiva della Bce finora attuata.

In primo luogo, è stato ribadito che la nave di Francoforte ha come suo porto di approdo la stabilità monetaria, avendo come sua stella polare la stabilità monetaria. Per giungere in porto occorre utilizzare quella che potremmo chiamare la rotta delle stelle, adattando il linguaggio della scienza macroeconomica alla metafora. Ebbene, i macroeconomisti in effetti usano proprio gli asterischi (le stelle) per indicare quello che deve essere il percorso ottimale di una economia, in termini sia di crescita economica che di inflazione. Il problema è che shock rilevanti e magari anche inattesi – come è stata la pandemia – possono allontanare il sistema economico dalla rotta desiderata. In tali situazioni sfavorevoli si creano quelli che sono chiamati “i due gap”, rispettivamente rispetto alla crescita economica potenziale che un Paese può raggiungere e all'inflazione ottimale che quel Paese dovrebbe avere.

Contribuire a ridurre i due gap diviene allora l'obiettivo operativo della strategia che è opportuno che una banca centrale adotti. Ed è ciò che fa la Bce, avendo presente che per ridurre i gap è importante convincere l'equipaggio della nave – ossia famiglie, imprese, banche e governi – che le scelte del comandante siano quelle giuste.

Da questo punto di vista, i banchieri dell'Eurotower hanno due vantaggi: la nave Bce è stata costruita per essere indipendente dai politici, riducendo il rischio che la rotta venga deviata per la miopia connaturata agli interessi particolari legati al ciclo elettorale, o all'ideologia.

Inoltre, il vincolo istituzionale di avere come stella polare la stabilità monetaria aumenta la credibilità dell'impegno a non poter cedere alle sirene della politica. Ma tutto questo ancora non basta.

La credibilità agli occhi dell'equipaggio delle scelte fatte sulla tolda della Bce dipende anche dalla loro coerenza con lo stato del mare e del cielo,

cioè dalla congiuntura economica. L'analisi della Bce fornisce due informazioni importanti. La prima: in questi anni nell'Unione europea la velocità di riduzione dei due gap è stata minore di quella auspicabile, e il loro azzeramento non sembra poter avvenire prima del 2023. Seconda: anche gli stessi risultati ottenuti – il gap della crescita era stato azzerato nel 2019 – non devono essere considerati irreversibili, visto che la recessione pandemica ha aumentato l'incertezza, ovvero la nebbia intorno.

E c'è il rischio che quest'ultima disorienti l'equipaggio: l'aumento dell'incertezza può rallentare tutte quelle decisioni, di consumo e di investimento, nel privato come nel pubblico, decisive per non interrompere, e magari accelerare, la riduzione dei due gap.

Da qui la decisione della Bce di annunciare per il periodo pandemico (che non è affatto finito, e finché non sarà finito) la bussola dei tassi di interesse sui titoli e sui prestiti. Il ragionamento è semplice: dal 2011 è iniziato un periodo straordinario per la politica monetaria, in cui navigare verso il porto ha significato evitare che il mix tra incertezza e sfiducia distruggesse i canali monetari e bancari che alimentano l'economia reale. La politica monetaria ultraespansiva – iniziata da Mario Draghi e proseguita da Christine Lagarde – ha evitato il peggio, stabilizzando il funzionamento di quei canali: la liquidità ha preso a scorrere in modo regolare, con un effetto positivo sul livello di tutti i tassi di interesse. Ma poi, alla fine del 2019, è arrivata la pandemia. Ora occorre evitare che ci sia una inversione di tendenza. Dunque occorre utilizzare come bussola proprio quei tassi di interesse il cui profilo è stato normalizzato. Ormai è stato chiarito che la Bce monitorerà una costellazione di tassi; non ci sarà un tasso preferito ad altri, e soprattutto si parla di bussole, non di target. Inoltre, si guarderà ai tassi nominali e non ai tassi reali, la cui stessa osservazione e misurazione è opinabile.

La logica è sempre la stessa: quando c'è nebbia, la Banca centrale è chiamata a dare un contributo nel diradarla con i fatti e le parole, e non a rischiare di infittirla. Quindi ogni prossima comunicazione di Francoforte sarà un banco di prova per la nocchiera Lagarde.

In Italia l'attenzione spasmodica all'andamento dello spread è una forma di strabismo finanziario che può creare distorsioni nella visione della realtà. Lo spread, come sappiamo, è una misura del differenziale con la Germania, ma non misura il livello assoluto dei tassi di interesse, che è in sostanza la variabile che davvero conta per la sostenibilità del debito

pubblico, del rendimento dei risparmi, o i bilanci delle banche. E i tassi di interesse non oltre una certa soglia sono appunto il campo di azione della Bce.

Un altro indicatore fondamentale per la sostenibilità dei conti pubblici di un Paese, ma soprattutto per comprendere il suo stato di salute, è chiaramente il Prodotto interno lordo: le previsioni di crescita di un Paese e il suo reale andamento, ad oggi, vedono un divario che la Bce monitora con grande attenzione. Altro elemento cruciale: l'inflazione. Pure qui, l'azione dell'Eurotower è fondamentale visto che lo scopo primario di Francoforte è proprio la stabilità dei prezzi. Con la crescita dei risparmi delle famiglie (indicatore dei consumi repressi dal Covid) e la politica monetaria accomodante e ultra espansiva di questi tempi pandemici, i timori di un aumento delle fiammate inflattive si fa più concreto.

Dunque, la Bce non intende abbassare la guardia e, quel che è più importante, nell'Eurozona e nei mercati finanziari vi è tale consapevolezza. Sapere che la banca centrale europea è in prima linea nel stabilire linee di azione e nell'individuare punti fermi su tassi di interesse e prestiti, pur adattandosi al contesto generale e alle circostanze sempre nuove, è già di per sé un elemento di forza delle economie dell'Eurozona.

Sapere che la stabilità monetaria (e la riduzione dei gap di crescita economica e di inflazione) è la stella polare che guida ogni decisione della Bce, istituzione credibile perchè scevra da ogni tipo di condizionamento politico, rappresenta un fattore di fondamentale importanza. Se famiglie, imprese, banche – insomma, l'economia reale – si fidano del manovratore, torneranno a crescere la fiducia e, di conseguenza, i consumi e gli investimenti. Ridando spinta al motore boccheggiante della nave.

L'incertezza e l'instabilità, che purtroppo caratterizzano fortemente questa fase pandemica di cui ancora non si vede una fine, sono il peggior viatico per una ripresa della crescita e dell'occupazione. Da qui la funzione stabilizzatrice della Bce che, con la sua credibilità e indipendenza, si pone come un baluardo di difesa in una fase così complessa, in cui la crescita stenta e i fondi del Next Generation Eu avranno un impatto diluito nel tempo. La bussola dei tassi di interesse nominali dal profilo normalizzato sono una guida preziosa per il ruolo che sta svolgendo l'Eurotower. Una comunicazione precisa, chiara e non allarmistica, fatta di dichiarazioni e moral suasion, sono il passaggio successivo.