

Tutti i rischi di affidarsi alle politiche monetarie

Nella devastante crisi pandemica scatenatasi dal marzo 2020 in poi, le banche centrali hanno avuto il merito di salvare – letteralmente – l'economia italiana, già reduce dall'attraversamento in soli tredici anni di tre crisi gravissime.

Eppure, il costo di un'operazione che ha definito la storia economica recente è quello di aver gonfiato i bilanci di queste istituzioni al punto tale da mettere banchieri e governi di fronte a rischi altrettanto grandi. Ora la sfida sarà quella di ridimensionare entrambi in tempo rapido e senza incorrere in ulteriori effetti collaterali.

Da sempre le banche centrali sono tra i grandi stabilizzatori delle economie di mercato. Assieme ai governi, che compensano i cicli dell'economia espandendo e contraendo la spesa pubblica e alle stesse banche commerciali che, finanziando le imprese e valutandone i progetti, fanno da canale distributivo delle decisioni di politica monetaria.

Tuttavia, il loro peso è molto aumentato rispetto sia ai governi fortemente indebitati che ad altre istituzioni finanziarie debilitate dalla crisi del 2007. Il compito di una banca centrale come quella americana (la Federal Reserve) è minimizzare l'inflazione e la disoccupazione, laddove l'economista Phillips notò nel 1958 che tra i due obiettivi vi è una relazione inversa, influenzando decenni di scelte di politica monetaria. Tale obiettivo viene perseguito dalla Fed fissando il tasso di interesse al quale eroga prestiti alle banche commerciali che regola e modificando la quantità di moneta in circolazione che inietta nel sistema acquistando titoli. Quella europea – la Banca centrale europea – ha invece un compito più limitato perchè per statuto si limita a perseguire la missione di tenere l'inflazione attorno al 2% (anche se il suo Consiglio dei Governatori ne ha appena rivisto la strategia).

Tuttavia, di fatto, con operazioni non convenzionali di acquisto di titoli, la Bce ha prodotto (come prima avevano già fatto la Banca

centrale del Giappone – Boj – e la Fed) un massiccio “allentamento quantitativo” (Quantitative easing) del costo che le imprese private e gli Stati pagano sul proprio debito, salvando di fatto la zona euro prima, e le economie europee colpite dal virus, dopo. I numeri sono effettivamente straordinari: nel 2006 – prima che scoppiasse la bolla speculativa che portò il sistema bancario ad un passo dall'abisso – le banche centrali del mondo avevano al proprio attivo 7,7 trilioni di dollari; alla fine del 2019 la cifra si era addirittura quadruplicata.

Veri motori della crescita, però, sono le tre banche centrali più grandi: Fed, Boj e Bce. Prima della pandemia i loro bilanci valevano quasi 15 trilioni di dollari; in un anno e mezzo, sono quasi raddoppiati e pesano quasi quanto la somma del Pil dei tre grandi blocchi. Mario Draghi ha inventato il bazooka che ha salvato l'euro; Christine Lagarde ha voluto il programma di acquisto di titoli per l'emergenza pandemica nel marzo 2020, quando aveva già speso 1.300 miliardi.

Non vi è alcun dubbio che l'economia occidentale non sarebbe sopravvissuta senza un intervento che è molto più veloce di quello dei governi. Tuttavia, siccome sono le stesse leggi della fisica ad escludere che in natura esista l'albero che fabbrica moneta (e l'economia, in fondo, non fa altro che descrivere sistemi naturali con un linguaggio matematico), il problema che oggi assilla i banchieri centrali è come uscire da una situazione innaturale senza rischiare di uccidere un malato che non è ancora guarito.

In effetti, vi sono almeno due grossi pericoli nell'avere un sistema la cui stabilità è affidata alle sole banche centrali. Il primo: siccome anche in economia (così come in biologia) nulla si crea dal nulla, sono le stesse banche centrali ad essere suscettibili di perdite su investimenti che si rilevassero sbagliati.

Nel 2013, ad esempio, utilizzando gli stessi criteri che la Fed usa per verificare la sostenibilità dei bilanci delle banche commerciali (“stress test”), gli analisti di Bloomberg calcolavano che la Fed covava circa 500 miliardi di svalutazioni su titoli in portafoglio; basti pensare che oggi la stessa Fed detiene prestiti garantiti da

mutui immobiliari (gli stessi che fecero deflagrare la crisi nel 2007) per una somma che è quasi tre volte superiore a quella del 2013.

Certo, è vero che la Bce è più selettiva, ma è altrettanto vero che maggiori sono i vincoli alla quale essa è sottoposta in caso di perdite che gli Stati membri (ovvero i contribuenti) dovessero essere chiamati a ripianare.

Il secondo pericolo di affidarsi troppo a lungo ad una politica solo monetaria è quello che lo stesso Mario Draghi chiama “azzardo morale”: risolvere le crisi pompando moneta nel sistema può avere l'effetto perverso di salvare amministrazioni e imprese che meritavano di lasciare il mercato a soggetti più efficienti e di ridurre l'urgenza di riformare e innovare.

Per tutte queste ragioni bisogna continuare a considerare il periodo appena vissuto come eccezionale (non convenzionale, appunto) e tornare al più presto alla normalità. Una normalità nella quale accanto alle banche ci sono governi politicamente legittimati a cambiare la struttura di economie e società. E bisognerà farlo con i tempi giusti in modo da non staccare il supporto ad un sistema non ancora uscito dalla crisi, ma ricordando subito a tutti che non è possibile ricominciare a crescere semplicemente premendo un tasto.

L'enorme peso e ruolo che oggi ricoprono le banche centrali deve iniziare a ridursi, in particolar modo per i due motivi di cui sopra. Nessuno nega quanto esse siano state a dir poco fondamentali nel salvare le economie occidentali, travolte da una crisi che è stata sanitaria, sociale, economica e finanziaria. Una sorta di guerra che, senza l'intervento salvifico delle banche centrali, che hanno messo a disposizione liquidità quasi illimitata, avrebbe lasciato devastazioni maggiori attorno a sé.

Ma anche le banche centrali, per quanto solide e massicce, sono passibili di perdite e quelle che hanno accumulato nei loro

portafogli sono talmente ampie da far tremare i polsi, perchè i finanziamenti sono stati estesi anche a chi può offrire in garanzia solo titoli molto rischiosi. Inoltre, non è possibile ricorrere a iniezioni gigantesche di moneta per sostenere le economie, appunto perchè si mette a repentaglio l'idea stessa di economia capitalista, che deve permettere ristrutturazioni e chiusure di imprese fallimentari e lasciare spazio a investimenti e innovazioni. Per tornare a crescere più forti e stabili di prima.

Tutto questo difficilmente può accadere con lo stimolo finanziario iper espansivo e ultra accomodante della Bce (ma anche della Fed e della Boj). Dunque è necessario che tornino nei ranghi e diminuiscano lentamente, per non soffocare prematuramente la ripresa economica, il loro interventismo. Che, appunto, è stato certamente fondamentale nel corso della crisi attuale (e di tutte quelle passate), soprattutto per un Paese pesantemente indebitato e dalla scarsa crescita economica, quale è l'Italia, ma che oggi deve essere ridotto per tornare ad una nuova normalità. Anche se non sarà facile alla luce di una crescita a dismisura dei loro bilanci. Eppure è necessario, anche per tornare a chiedere maggiore disciplina di bilancio a governi che, grazie proprio alle banche centrali, hanno potuto spendere facendo deficit da capogiro e mettendo da parte le politiche di bilancio. Inoltre, le tendenze inflattive attuali richiamano ad una certa cautela vista la possibile creazione di bolle speculative. I problemi dell'economia, insomma, non possono continuare ad essere risolti stampando moneta a profusione perchè questo, sul lungo periodo, può creare gravi effetti distorsivi. “Normalizzazione” dovrà essere la parola chiave dei prossimi mesi.