Fed e Bce, la exit strategy dai tassi sotto zero

I banchieri centrali dei Paesi avanzati hanno tutti lo stesso, delicato, dilemma. E l'ascesa dell'inflazione ai massimi da decenni, sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea, ne accentua la serietà: quale può essere la migliore strategia di uscita dai tassi negativi e dai massicci Quantitative easing praticati da così lungo tempo dalle banche centrali? La Federal reserve ha accelerato l'uscita dal Qe e annunciato tra i 5 e i 6 aumenti dei tassi nel biennio. Bank of England ha già iniziato a ritoccare i tassi. La Banca centrale europea è molto meno decisa sui tassi, ma intanto dall'autunno 2022 i suoi acquisti di titoli sui mercati secondari tornano alla regola della *capital key*, sia pur senza dismettere, almeno fino al 2024, il grande ammontare di titoli acquistati per sostenere l'Italia, che a scadenza vengono rinnovati per un pari ammontare.

Cambiare direzione alle politiche monetarie ha un impatto serio sulle aspettative, gli investimenti privati e la sostenibilità degli enormi debiti pubblici. Ma, a lungo andare, praticare tassi zero, o negativi, e acquistare decine e decine di punti di Pil di asset finanziari finisce mettere le une contro le altre le ragioni dei mercati finanziari e quelle delle economie reali. I primi infatti tifano, insieme ai governi indebitati, per il sostegno monetario ai prezzi finanziari, anche se crea crescenti distorsioni e bolle. I secondi invece stentano sempre di più a prezzare la convenienza di investimenti in economia reale piuttosto che in asset finanziari, e a lungo andare gli effetti dello spiazzamento determinano minor crescita, per quanto gli oceani di liquidità e il bassissimo costo del denaro producano l'illusione contraria.

Ebbene, per rispondere al dilemma del banchiere centrale è necessario ricordare sempre tre presupposti. Primo: ogni grande crisi mostra caratteristiche tali da incrinare teorie economiche acquisite.

Secondo: non esiste una soluzione universale per diversi macroambiti di mercato e i mix di fattori produttivi, di risparmio e di consumo; infatti Usa e Ue hanno problemi diversi. Terzo: ecco perchè le scuole economiche non riescono a trovare un accordo.

E negli Stati Uniti il dibattito ferve da più tempo che in Europa. A unire falchi e colombe è solo un punto in comune: tra i sei grandi episodi di inflazione dal secondo Dopoguerra, nessuno crede siamo in presenza di un ciclo paragonabile a quello 1973-1982 nato con gli shock petroliferi e la ruggente corsa salari-prezzi, interrotta poi da Paul Volcker con decisi rialzi

che stroncarono l'inflazione, produssero una breve recessione e rilanciarono poi la crescita del successivo ventennio.

Oggi infatti l'economia Usa soffre di carenza di input produttivi dovuti ai colli di bottiglia della de-globalizzazione ma non della carenza europea di fonti energetiche. E il suo mercato del lavoro vede la disoccupazione scesa sotto il 4%, ma allo stesso tempo tassi di partecipazione al mercato del lavoro indietro di tre decenni: il che equilibra la spinta verso l'alto dei salari per qualifiche elevate e per i settori in cui si concentra la domanda aggiuntiva dei giganteschi sostegni varati sotto Trump, prima, e Biden, poi. Però anche gli Stati Uniti si interrogano sulla sostenibilità del debito pubblico, giunto al 100% del Pil e incamminato, secondo le proiezioni, al 202% nel 2050, e al 255% se tutte le proposte di Biden fossero approvate dal Congresso.

Ma per la Bce è tutto ancora più complesso. Il fattore-energia è costitutivamente privo della sicurezza di approvvigionamenti. I mercati del lavoro della zona euro sono asimmetrici. L'euro non esporta altrove la sua inflazione, come invece fa il dollaro. E i debiti pubblici sono anch'essi asimmetrici e con divergente sostenibilità. In altre parole, ogni decisione del banchiere centrale europeo ha effetti che possono molto rischiosamente rilanciare l'asimmetria europea già vista con la crisi greca e quella del debito italiano 2011. Se anche adottassimo non il modello-Volcker ma quello che prende il nome da Olivier Blanchard che l'ha formulato, secondo cui un debito pubblico anche enorme è sostenibile se però le entrate fiscali sono almeno pari alla spesa primaria (senza calcolare gli interessi sul debito) e anzi tali da generare un buon avanzo primario, e se al contempo i tassi di crescita nominale sono superiori all'interesse annuale sul debito, diventa evidente che in ogni caso per un Paese come l'Italia, con il suo penoso track record di crescita bassissima e bassa produttività e bassi salari, il problema si pone in ogni caso preso in esame.

Uno dei temi più delicati nei Paesi avanzati è ormai il grande dilemma "del banchiere centrale". Ovvero: quale potrebbe essere la miglior *exit strategy* per uscire dai tassi negativi e dai poderosi Quantitative easing iniettati nelle economie per così a lungo dalle banche centrali? Chiaramente, l'aumento dell'inflazione – ormai ai massimi da vent'anni a questa parte – sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea rende tutto ancor più complicato.

Sono molte le colombe monetarie che chiedono strenuamente di evitare, ad ogni costo, la via anti-inflazione che prevede un aumento dei tassi. Tra questi anche Larry Summers, ex Segretario al Tesoro statunitense, che per primo l'anno scorso aveva lanciato l'allarme – Cassandra non ascoltata – sui rischi legati agli aumenti inflattivi. Dunque, secondo le colombe un aumento deciso dei tassi di interesse e uno stop ai Qe potrebbe essere una soluzione deleteria, capace di affossare la disomogenea ripresa economica: ciò di cui ci sarebbe bisogno è un insieme di controllo amministrativo dei prezzi – come quello che accadde tra il 1945 e il 1947 per far fronte all'esplosione dei consumi e al rientro al lavoro di milioni di americani -, ed un ancoraggio dei tassi di interesse da rialzare, ma non oltre la soglia del 2%. Secondo Summers, infatti, con tassi di interesse reali al 2%, un tasso inflattivo fino al 2% ed un debito anche al 150% del Pil, la sostenibilità dei conti pubblici sarebbe comunque garantita, senza andare ad intaccare la crescita economica. Da proteggere ad ogni costo. Ma secondo i falchi questo schema è fin troppo ottimistico, e rischierebbe di portare successivamente ad una stretta fiscale in seguito, in grado, e stavolta sul serio, di provocare effetti restrittivi.

E, come visto, per l'Ue queste scelte sono ancora più complesse vista la grande eterogeneità degli Stati membri e l'impossibilità, da parte dell'euro, di esportare inflazione. Ancora una volta, i banchieri centrali si ritrovano ad affrontare scelte cruciali (su cui non esiste concomitanza di opinioni delle varie scuole economiche) e dalle quali dipende in particolar modo il destino di Paesi ad elevato debito pubblico come l'Italia.