

**FALCHI & COLOMBE****MANI LEGATE ALLA LAGARDE****COSÌ LA LAGARDE AVRÀ LE MANI LEGATE PER MOLTI MESI**di **Donato Masciandaro**

L'annuncio di Draghi che la politica della Bce potrà divenire più espansiva indica la rotta che la Lagarde dovrà seguire, legandole in qualche modo le mani. È questa la novità in questa fase della politica monetaria europea: l'azione monetaria di oggi è fatta segnando la rotta futura. Legare le mani è utile, ma attenzione: occorre evitare nodi pericolosi.

Ieri Draghi ha fatto tre dichiarazioni rilevanti: l'obiettivo della stabilità monetaria si allontana; la BCE non si rassegna a tale situazione; è pronta a rendere la sua politica monetaria ulteriormente espansiva. Per comprendere come è cambiato il disegno della politica monetaria negli ultimi anni il modo più semplice è sottolineare le differenze che ci sono tra il cambio della guardia che avverrà in autunno tra Draghi e Lagarde e quello che avvenne otto anni fa, quando Trichet lasciò il posto all'attuale presidente della BCE.

In quel momento, la politica monetaria della Bce, che era stata espansiva dal 2008, aveva avuto una inversione di tendenza. Nell'aprile e nel luglio 2011 la Bce aveva innalzato i tassi di interesse, interpretando erroneamente una temporanea ripresa dell'economia. Il primo consiglio Bce presieduto da Draghi del novembre 2011 coincise con un taglio dei tassi di interesse.

Anche la presidenza Lagarde potrebbe dunque coincidere con una inversione di tendenza: la normalizzazione della politica monetaria potrebbe essere sostituita da una nuova espansione. Ma qui balza subito agli occhi la diversità tra ieri ed oggi. Ieri la strategia di politica monetaria si basava su una sola decisione: i tassi di interesse. Oggi il

mondo è totalmente diverso. La politica monetaria si basa sulla articolazione di tre strumenti, diversi ma intrecciati: oltre ai tassi di interesse, la BCE utilizza la politica degli annunci vincolanti e quella delle operazioni sui mercati finanziari. Il meccanismo di legarsi le mani con gli annunci è oramai la catena principale attraverso cui le decisioni odierne della BCE vincolano le sue scelte future. Quindi quello che Draghi dirà a settembre - se la svolta verrà messa in atto - vincolerà la Lagarde nei mesi seguenti.

L'annuncio vincolante - che la BCE usa dal luglio 2013 - è uno strumento potente, ma anche insidioso. È una leva potente perché cerca di influenzare quello che è oggi ritenuto l'anello fondamentale dell'intera catena di trasmissione della politica monetaria: le aspettative. È una tecnica insidiosa perché l'interazione tra annunci vincolanti e reazione dell'economia e dei mercati segue percorsi che possono avere effetti imprevedibili e non voluti.

In questa fase, ad esempio, è evidente che i mercati finanziari facciano il tifo per politiche monetarie espansive, perché la finanza preferisce sempre l'eccesso di liquidità, anche se tale situazione può aumentare i rischi di instabilità finanziaria per l'economia. La politica degli annunci della BCE deve evitare di farsi catturare dalle tendenze lassiste dei mercati. La politica degli annunci si intreccia alla definizione degli altri due strumenti, perché il profilo dei tassi e/o quello delle operazioni in titoli sui mercati finanziari sono l'oggetto degli annunci stessi. Quindi su tutti e tre i fronti occorrerà la massima prudenza.

Per quanto riguarda i tassi di interesse, annunziarne il sentiero futuro, definendo un arco tempo-

rale minimo, e condizionandolo sempre alle informazioni disponibili, è buona cosa. L'incognita è il livello dei rendimenti. I tassi della BCE sono stabili in territorio negativo dal giugno 2014. I tassi negativi sono uno strumento non convenzionale, la cui efficacia è tanto più incerta tanto più prolungato è il suo utilizzo. Si leggono proposte che mirano a rendere ordinari i tassi negativi. La Bce dovrà evitare di assecondare tali rischiose suggestioni.

Lo stesso discorso può essere fatto per le operazioni sui mercati finanziari. Dal gennaio 2015 la BCE si è impegnata in acquisti sistematici di titoli, che hanno iniettato liquidità sui mercati. Tale impegno è terminato lo scorso dicembre. Come per i tassi di interesse negativi, l'impegno sistematico sui mercati è uno strumento non convenzionale: quindi anche la sua efficacia è tanto più dubbia tanto più è esteso il suo utilizzo, sia in termini di orizzonte temporale che di gamma di titoli utilizzati. Anche qui circolano suggestioni rischiose. Ipotizzare ad esempio che Francoforte si impegni nell'acquisto di azioni del settore privato farebbe valicare alla BCE un Rubicone, giuridico ed economico. Insomma: finora la BCE ha ben utilizzato la tecnica di legarsi le mani. Occorre però evitare i nodi pericolosi. La BCE fa bene a ricordare che la sua cassetta degli attrezzi si è ampliata; ma di quegli strumenti occorre anche riconoscere i limiti. La politica monetaria espansiva crea consenso, nella politica e nei mercati, ma non è detto che vada fatta sempre ed ad ogni costo. C'è sempre una alternativa: riconoscerne i limiti. Ci si può legare le mani, rimanendo flessibili e prudenti. La BCE finora lo ha fatto. È utile che continui a farlo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

