

L'Italia ha più bisogno di una Bce credibile che di politiche espansive

Inflazione e politica monetaria

Ignazio Angeloni

L'ultima conferenza stampa della presidente della Banca centrale europea, Christine Lagarde, e la successiva brusca caduta dei titoli pubblici in alcuni Paesi dell'eurozona, poi in parte rientrata, hanno riportato l'attenzione sulla politica monetaria della Bce. Il dibattito ha preso strade diverse, con argomenti e accenti differenti fra gli osservatori europei e quelli italiani.

Fuori dall'Italia la discussione si concentra su una domanda: Francoforte sta facendo un errore a sottostimare i rischi di inflazione? O ha invece ragione a giudicare l'attuale fiammata dei prezzi (secondo alcune misure, la più forte che la Bce abbia sperimentato nei 22 anni della sua esistenza) temporanea e quindi trascurabile?

Chiediamoci anzitutto se la questione sia importante. Dopotutto parliamo di tassi di inflazione storicamente bassi: l'ultimo dato per l'eurozona (anticipazione Eurostat per ottobre) è del 4,1%, ben lontano dalle punte sopra il 20% che alcuni Paesi avevano sperimentato nella Grande inflazione degli anni 70 e 80. Contrariamente ad allora oggi sono alcuni Paesi del centro-nord Europa ad avere i tassi più alti: in ottobre l'inflazione tedesca è stimata al 4,6%, mentre Italia e Francia si attestano poco sopra il 3 per cento. Il differenziale rende l'eurozona più coesa perché aumenta la competitività di Paesi tradizionalmente più deboli. E ancora: un po' di inflazione non fa che controbilanciare gli anni passati, in cui si temeva addirittura che l'Europa potesse cadere nel buco nero della deflazione. Qual è il problema, dunque?

Un problema è che la Bce tende a essere isolata nel suo atteggiamento "rilassato" nei confronti dei rischi inflazionistici. La Federal Reserve americana ha già annunciato un calendario di uscita dalle misure espansive. La Bank of England, nonostante l'inflazione Oltremania sia più bassa che sul continente (3,2% a settembre) e a parte qualche confusione verbale negli ultimi giorni, nella sostanza ha confermato che i tassi aumenteranno. È vero che, come Lagarde non si stanca di ripetere, ogni area ha una sua situazione specifica. Ma l'isolamento pone la Bce in una posizione scomoda. Vari studi hanno dimostrato che l'inflazione ha una componente globale: le aree del mondo sono collegate fra loro. Vi è anche una ragione più sottile che ha a che fare con i rischi di commettere un errore. Piaccia o no, sbagliare da soli è più rischioso che sbagliare insieme ad altri. Brucia ancora la memoria di ciò che accadde nel 2007-2008, alla vigilia della crisi finanziaria, e poi ancora nel 2011, alla vigilia dell'eurocrisi. Anche allora, in solitudine, la Bce sottovalutò i rischi di recessione e alzò i tassi: errate valutazioni che le vengono spesso rimproverate. Sarebbe grave se la situazione si ripetesse ora, con il segno cambiato. Specialmente se all'errore si accompagnasse l'accusa, che già si sente ventilare, che la Bce ha perso l'indipendenza ed è al servizio dei governi e del mercato finanziario.

L'altro problema è che Bce sembra isolata anche rispetto ai mercati. I tassi di interesse a termine, che esprimono fra le altre cose le aspettative che gli operatori hanno sulla politica monetaria futura, scontano aumenti dei tassi già nel 2022. Questo contrasta con gli annunci della banca centrale secondo cui i suoi tassi non aumenteranno fino a che l'inflazione non avrà raggiunto stabilmente il 2%, e che questo non succederà fino a dopo il 2023. Sembrerebbe, quindi, che gli annunci della Bce non siano creduti.

Vi sono argomenti che giustificano l'atteggiamento attendista della Bce. Per partire davvero, inflazione abbisogna di due elementi: una spinta iniziale sui prezzi, dovuta per esempio a un boom della domanda o a un aumento dei prezzi energetici. Entrambe queste cose sono presenti oggi. Il secondo elemento è il volano che propaga e perpetua l'impulso iniziale. Questo secondo elemento può essere fornito solo da un mercato del lavoro forte e organizzato, in cui alla scarsità di lavoratori si

unisca la forza contrattuale necessaria per contrastare l'erosione dei redditi reali provocata dall'aumento dei prezzi. Entrambi gli elementi erano presenti negli anni 70 e 80, ma oggi la situazione è diversa: i grandi movimenti demografici e tecnologici hanno eroso la forza contrattuale del lavoro organizzato e aumentato la disoccupazione.

Secondo alcuni, saremmo alla vigilia di un'inversione di queste tendenze; ma il cambiamento richiederà tempo, difficilmente quantificabile ma forse lungo. Va anche considerato che la restrizione eventuale prossima ventura avrebbe impatti differenziati sui diversi Paesi, e magari negativi su quelli il cui debito pubblico è cresciuto a dismisura durante la pandemia. E qui arriviamo alle reazioni italiane. Le quali, senza entrare nel merito degli elementi di sostanza appena discussi, si sono divise fra generiche espressioni di allarme, conteggi delle posizioni che potranno assumere i singoli esponenti della Bce, e lamentele sulla presunta scarsa volontà, o capacità, della presidente di opporsi ai "falchi" del nord Europa.

Reazioni che hanno risonanza mediatica, ma non aiutano a capire una situazione che richiede invece realismo e coraggio. Nessuno chiede che la

politica monetaria diventi restrittiva. La questione che si pone è quando – il prossimo anno, o quello successivo – essa debba iniziare a divenire meno espansiva di quanto è stata fino a oggi, nella fase in cui doveva contrastare la fase più acuta della crisi. Per fare un paragone automobilistico: quando, finita la sterzata, il volante debba essere riportato verso il centro perché la strada ritorna dritta. Nella sua conferenza stampa, Lagarde ha fornito una indicazione forse involontaria

che la "curva" monetaria è effettivamente finita, dicendo che l'inflazione prevista è più vicina al 2% di quanto fosse in precedenza, pur restandone al di sotto. L'indagine fra i previsori condotta dalla Bce stima un'inflazione dell'1,7% nel 2023 e del 1,9% nel 2026. Valori inferiori ma non distinguibili dal 2% se uno considera il margine di errore. Guardando all'Europa nel suo complesso, dunque, non sembra esservi dubbio che i tempi siano maturi per un riequilibrio, graduale quanto si vuole, della politica monetaria in senso meno espansivo.

Non è detto che, in questo frangente, ciò che conviene al nostro Paese sia necessariamente che l'aggiustamento avvenga il più tardi possibile. Un ritardo eccessivo potrebbe compromettere la credibilità della banca centrale e la fiducia nella sua *leadership*, cose che le hanno consentito in occasioni passate di intervenire efficacemente nelle crisi con vantaggi anche per il nostro Paese. Potrebbero anche rendersi poi necessarie accelerazioni successive, quelle sì pericolose perché inducono incertezza e volatilità nei mercati. Da ultimo va considerato che il momento attuale potrebbe essere quello opportuno per fronteggiare il punto di svolta. Siamo in una situazione favorevole dovuta alla forte crescita economica, ai risultati di finanza pubblica migliori del previsto, e al clima di fiducia positivo indotto dal Pnrr e dalla coesione interna ed europea che lo accompagnano.

Ciò che più conta per nostro Paese e per l'Europa intera è che la "dottrina Draghi", secondo cui il mandato della banca centrale implica una responsabilità nel mantenere la coesione dell'euro («*whatever it takes to preserve the euro*»), si consolidi e diventi parte accettata, seppure non scritta, del patrimonio culturale dell'istituzione. Una responsabilità non esclusiva perché condivisa con le autorità politiche, ma decisiva per definire il profilo dell'istituzione e per consentirle di intervenire in caso di crisi. Questa accettazione ancora non è avvenuta compiutamente, perché troppo legata a una singola persona. Essa richiede, proprio perché implicita, un alto grado di coesione all'interno della banca centrale. Quella coesione che Lagarde sta cercando di mantenere fin dall'inizio del suo mandato.

Research fellow, Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard Kennedy School; Senior policy fellow, Safe, Goethe University Frankfurt

© RIPRODUZIONE RISERVATA