



## BANCA CENTRALE EUROPEA, ECONOMIA E IDEOLOGIA

Europa

di Roberto Tamborini

18 settembre 2012



*L'attesissimo annuncio di giovedì 6 settembre del nuovo strumento anti-crisi della BCE, le "compravendite dirette di mercato" (outright market transactions, OMT), è stato salutato come l'ennesima svolta decisiva per il salvataggio dell'Unione monetaria europea. In occasione di tutte le altre precedenti "svolte decisive" Nel Merito è stato scettico, e c'ha azzeccato. Questa volta lo strumento è serio e commisurato allo scopo, e il contesto istituzionale è più chiaro, anche se rimangono margini di rischio d'insuccesso. E questa volta l'insuccesso sarebbe letale per l'euro, anche perché sono stati sparsi veleni ideologici in dosi massicce a cui l'organismo dell'Unione non sopravviverebbe.*

**Che cosa sono (saranno) le OMT?** Con questo strumento la BCE potrà acquistare titoli del debito pubblico a scadenza fino a tre anni sul mercato secondario. Siccome lo ha già fatto altre volte, in via più o meno ufficiale (l'ultima volta, nel 2010-11, il nome era SMP, *Security Market Programme*), qual è la novità? Ce n'è più d'una.

La prima è che le OMT saranno mirate esplicitamente a stabilizzare il prezzo, e quindi il tasso di rendimento, e quindi lo spread rispetto al titolo equivalente tedesco, di titoli di Stato sottoposti a tensioni non sostenibili, ma "non giustificate dai fondamentali". La seconda, è che queste operazioni saranno "dirette", o incondizionate, cioè a) illimitate come quantità, b) senza un obiettivo di prezzo ossia di spread dichiarato, c) senza "collaterale" (cioè chi vende questi titoli se ne può liberare definitivamente ricevendo liquidità senza mettere nulla a garanzia). La terza novità è la cornice istituzionale, sotto tre profili: a) il voto (quasi) unanime della BCE certifica che le OMT rientrano nel suo mandato di stabilizzazione monetaria e finanziaria dell'Eurosistema, b) tuttavia essa opererà di concerto col (o meglio in subordine al) costituendo "fondo salva-stati" (*European Stability Mechanism, ESM*) al quale i governi bisognosi devono fare richiesta d'intervento (ciò evita la contaminazione tra BCE e governi), c) l'intervento della BCE è condizionato alla sottoscrizione di un programma di aggiustamento fiscale tra governo e ESM (quindi le OMT sono incondizionate per le controparti bancarie della BCE, non per i governi).

A differenza di tutto quel che è stato detto e fatto finora, questa volta lo strumento a disposizione della BCE ha caratteristiche concrete, serie e commisurate alla sfida, secondo quanto indicato e consigliato da una vasta maggioranza di esperti, autorità monetarie e responsabili politici del mondo al di fuori di un ristretto *club* di paesi nord-europei. Per la precisione, le prime due novità presentate sopra sono quelle che caratterizzano la capacità di fuoco e la gittata del bazooka, com'è chiamata in gergo questa nuova arma della BCE. La terza, da un lato dà un quadro normativo certo (e sperabilmente non più reversibile), ma dall'altro

limita la maneggevolezza e utilizzabilità dell'arma. Che per altro, quanto più sarà efficace, tanto meno verrà usata: come nei film *Western*, o più seriamente durante la Guerra fredda, mettere una grossa arma sul tavolo può essere un argomento molto convincente. Un'osservazione: è vero che la condizionalità dell'intervento al programma governo-ESM è un passo indietro rispetto a quanto annunciato dal vertice dei capi di governo di luglio, probabilmente una concessione ai "falchi" in seno alla BCE.

E' anche vero che la disponibilità delle OMT rende la BCE più simile alle consorelle nel resto del mondo civilizzato, che possono utilizzare, e hanno ampiamente utilizzato, queste "operazioni non convenzionali" (note anche come *quantitative easing*) come, quando e quanto hanno ritenuto opportuno. Rimane la differenza che i rispettivi governi non hanno dovuto sottoscrivere nessun patto con chicchessia, se non forse prestare ascolto alla *moral suasion* del loro governatore che li ammonisce ad intraprendere una politica fiscale sostenibile. E non è una differenza di poco conto. Val la pena di cercare di capire perché per darsi questo strumento Mario Draghi, a differenza dei suoi colleghi, abbia dovuto compiere un'impresa epica ai limiti del temerario, come ha scritto il *Financial Times*.

**Tanto rumore per nulla? Tutto è relativo.** Il fatto che in giro per il mondo le operazioni in titoli di Stato tipo OMT siano correntemente classificate come "non convenzionali" non significa che siano ai limiti di leggi e trattati come nell'Eurosistema. Esse, da sempre, rientrano nello strumentario operativo delle banche centrali moderne, solo che sono state usate poco nella *belle époque* precedente alla crisi (sono "non convenzionali" in questo senso storico e relativo). Certamente, la moderna dottrina del *central banking* comprende l'idea che le operazioni in titoli di Stato presentino alcuni aspetti critici, soprattutto se estese per quantità e tempo, che devono essere attentamente ponderati nella piena autonomia di giudizio della banca centrale. Una politica fiscale irresponsabile mette a repentaglio la capacità operativa della banca centrale, ne rende difficile il controllo della stabilità dei prezzi e ne mina l'autonomia. Meccanismi istituzionali che limitino questi rischi sono necessari. Tuttavia, vale anche il contrario, e cioè che un politica monetaria irresponsabile rispetto alla stabilità finanziaria rende estremamente difficile condurre una buona politica fiscale. Il Trattato di Maastricht, e quanto ne è seguito, sono imperniati esclusivamente sul primo principio, ignorando completamente il secondo.

Proviamo a riassumere in poche battute i punti essenziali della dottrina bancaria corrente. In ultima istanza tutte le banche centrali desiderano controllare l'andamento dell'inflazione e del ciclo economico, secondo qualche obiettivo variamente definito e comunicato al pubblico, e su un orizzonte di medio periodo. Lo strumento operativo primario è il tasso d'interesse ufficiale applicato alle banche, in vario modo definito e gestito, mediante il quale le banche centrali ritengono d'influire prima di tutto sui tassi a breve interbancari, e poi via via sui tassi bancari e finanziari rilevanti per imprese e famiglie. Quando le cose funzionano bene, alla banca centrale è sufficiente annunciare il tasso ufficiale a cui le banche possono rifinanziarsi illimitatamente. Le forze della domanda e dell'offerta faranno sì che i tassi interbancari liberi non si discosteranno molto da quello ufficiale, mentre il grosso della gestione della liquidità avverrà attraverso le transazioni interbancarie private, *senza interventi diretti quantitativi significativi* da parte della banca centrale (ecco perché il *quantitative easing* è considerato "non convenzionale"). Di routine, lo scopo primario della banca centrale non è di manipolare la quantità di liquidità (riserve) in possesso delle banche, ma far sì che ciascuna possa ottenere la quantità ottimale che desidera attraverso il funzionamento efficiente del meccanismo descritto prima. Tale meccanismo a sua volta fa perno su una certa classe di attività finanziarie negoziabili, tra banche e con la banca centrale, che *ipso facto* acquisiscono un ruolo speciale.

Comprando e vendendo tali attività le banche regolano la propria liquidità. Consapevoli di ciò, le banche centrali rimangono pronte ad intervenire nei mercati di tali attività per garantire che funzionino senza tensioni sui prezzi e le disponibilità. In finanza, la "liquidità" (anche quella delle banconote che abbiamo in tasca) non è una proprietà fisica che si trova in natura, ma è una condizione di negoziabilità di un titolo che va continuamente garantita da un'istituzione esterna (è una *social contrivance*, un espediente sociale, come diceva Paul Samuelson).

In un mondo normale, i titoli pubblici fanno parte di queste *special assets* di cui si prende cura la banca centrale perché consentono ai mercati finanziari di funzionare correttamente. *Spread* fuori controllo non solo inceppano la politica monetaria, ma, lungi dal favorire la disciplina fiscale, ne ingigantiscono il costo e quindi autoalimentano la probabilità di *default*. Il riconoscimento che gli *spread* possano non riflettere i "fondamentali", come per altro indicato da numerosi studi indipendenti, è un grosso passo avanti per la cornice concettuale della BCE. Notate come questa visione sia piuttosto diversa, essenzialmente opposta, rispetto a quella veicolata dalla dottrina di Maastricht, e brandita minacciosamente dai "falchi" in questi mesi, secondo cui i titoli pubblici devono essere considerati come tutti gli altri titoli privati e affidati alla valutazione del mercato affinché i governi si comportino bene. Quindi va detto con chiarezza che Mario Draghi non accampa scuse, ma ha perfettamente ragione quando sostiene che le OMT rientrano a pieno titolo nel mandato della BCE, come di qualunque altra banca centrale rispettabile, e che senza tale strumento la BCE non è più in grado di garantire la funzionalità dei mercati interbancari e la trasmissione della politica monetaria (come per altro ampiamente confermato dai fatti in questi due anni inconcludenti). Confrontate i risultati di stabilizzazione finanziaria conseguiti dalla Riserva federale americana (in un contesto di deficit e debito pubblico crescenti), con quelli conseguiti dalla BCE (in un contesto di consolidamenti fiscali generalizzati) e traete voi le conclusioni. In effetti, proprio "i mercati" sembrano aver gradito la novità, e gli oracoli dei mercati devono spiegarci se essi hanno ragione quando lasciati a se stessi fanno schizzare lo spread italiano alle stelle, oppure quando lo fanno scendere ad ogni annuncio che la BCE si prenderà cura del problema.

Conosciamo bene il controargomento: dietro alla Fed c'è un solo popolo che si vuol bene e ha un solo governo, mentre dietro la BCE no. Prima o poi qualcuno dovrà farci di capire quanto la visione romantica dell'unità di popolo conti veramente quando sono in gioco gli interessi dei fondi pensione dei ricchi pensionati della Florida versus quelli degli operai metalmeccanici di Detroit o dei dipendenti pubblici della California salvati dalla spesa pubblica federale co-finanziata dalla Fed (forse ne sapremo qualcosa dopo le elezioni di novembre). In attesa, accettiamo la sfida e chiediamoci come rendere stabile e duratura una unione monetaria "speciale" tra economie eterogenee e popoli diversi, poco inclini a condividere la sovranità nazionale e a scambiarsi solidarietà economica (per altro, quando si trattò di non andare a morire per George W. Bush la solidarietà europea fu molto alta). E' indispensabile avere una unione monetaria europea? No, ma è un fatto che tutte le alternative storiche precedenti che abbiamo sperimentate nel Novecento non sono state molto migliori. Un secondo fatto è ormai conclamato e acquisito dalle autorità politiche in carica: l'attuale assetto istituzionale non è la risposta giusta, né lo diviene rendendolo più *hawkish* o battendo i pugni sul tavolo.

**Economia e Ideologia.** Alla luce di tutto ciò, risalta in maniera stupefacente, e assai triste, l'indegna gazzarra che è stata montata contro l'introduzione delle OMT, e la stessa persona del Presidente della BCE, non solo da parte di forze politiche populiste e irresponsabili di alcuni paesi nord-europei, ma anche di un'istituzione avente il prestigio e le responsabilità della Bundesbank. Delle due l'una: o i dirigenti della Bundesbank non conoscono l'ABC della politica monetaria attuata in tutto il mondo civile oppure sono impegnati in una battaglia ideologica e

politica per la quale non esitano a metter in campo argomenti così parziali e distorti da mettere a repentaglio la loro autorevolezza e reputazione.

Keynes pensava che le cattive idee, talvolta, possano far più danno dei cattivi interessi. Piegare l'Economia all'Ideologia (nel senso di pensiero economico e di economia reale) non è stato, e non è, un peccato esclusivo del Socialismo reale. Se tutt'ora permane in Europa l'idea acritica che il bene economico può venire solo dallo Stato, è molto diffusa anche l'ideologia opposta. Lo prova il modo isterico e privo di razionalità con cui viene agitato il problema della gestione dei debiti sovrani da gruppi di pressione che sembrano più determinati a vincere definitivamente una propria battaglia ideologica che a trovare soluzioni efficaci e durature per il futuro dell'Unione.

“ Commenti

”