

Se il banchiere centrale mette mano ai suoi attrezzi

di Tommaso Monacelli

La Banca Centrale Europea ha abbassato il tasso di riferimento dello 0,75 per cento. Un taglio consistente che tuttavia lascia ancora un buon margine di discesa senza trascurare la stabilità macroeconomica. Negli Stati Uniti, invece, il tasso della Fed si avvicina pericolosamente allo zero. Con il rischio che si rendano inefficaci i diversi strumenti strategici del banchiere centrale, dalle operazioni di mercato aperto al manovrare correttamente le aspettative. Come si stanno comportando, in concreto, i governatori degli istituti di Francoforte, Washington e Londra?

I prezzi al consumo negli Stati Uniti sono scesi in Ottobre dell'1 per cento su base annua, la più grande flessione mensile nell'indice dei prezzi registrata dal 1947. Contemporaneamente il tasso di interesse ufficiale fissato dalla Federal Reserve americana è sceso allo 0.75%. Ma la situazione è di fatto anche peggiore. Il federal funds rate misurato nel mercato è ben al di sotto di quel valore. Sembra quindi avvicinarsi negli USA la spettrale combinazione di deflazione e trappola della liquidità. Vale a dire una situazione in cui il tasso di interesse raggiunge lo zero e non esiste spazio per nessuna manovra espansiva da parte della politica monetaria in grado di frenare la discesa dei prezzi. Chiariamo meglio tecnicamente perché. L'idea è che, non potendo scendere i tassi di interesse sotto lo zero, viene a mancare la possibilità di stimolare la spesa aggregata (per consumi e/o investimenti), e quindi i prezzi. Il modo in cui di solito la banca centrale stimola la domanda è immettendo moneta nel sistema attraverso operazioni di mercato aperto, cioè acquisti di titoli pubblici in cambio di moneta. Se la maturità di questi titoli non è troppo lunga (in modo che i rispettivi rendimenti siano in linea con i tassi di interesse a breve, quelli fissati dalla banca centrale) è chiaro che nel portafoglio degli investitori sarà indifferente detenere titoli piuttosto che moneta. Le operazioni di mercato aperto risulteranno quindi inefficaci.

COME EVITARE LA TRAPPOLA

Contrariamente a quanto si pensa, però, la banca centrale ha diverse opzioni aggiuntive anche nel caso di trappola della liquidità. Ci sono almeno due opzioni. Innanzitutto la banca centrale può condurre operazioni di mercato aperto "non standard". Vale a dire comprare titoli nominali a lungo o lunghissimo termine, il cui rendimento si discosta da quello di breve termine perché incorpora un premio al rischio (di varia natura) più alto. Ma in generale acquistare un più ampio spettro di attività, dalle obbligazioni private agli asset legati a proprietà immobiliari. I canali per espandere la base monetaria sono quindi multipli. Non solo. Nella situazione presente un massiccio intervento ad acquistare attività di varia natura avrebbe un doppio effetto benefico: (i) servirebbe a stabilizzare i prezzi degli asset che sono in caduta libera da diversi mesi, inducendo un circolo virtuoso di miglioramento dei bilanci degli intermediari finanziari (arrestando cioè il micidiale processo di *deleveraging* che sta mandando a picco le quotazioni azionarie delle principali banche americane); (ii) indurrebbe un rialzo delle aspettative di inflazione. In presenza di tassi di interesse nominali vicini a zero, è solo tramite una crescita delle aspettative di inflazione che i tassi di interesse *reali* possono scendere.

La seconda opzione consiste nel manovrare correttamente le aspettative. In altre parole, la banca centrale dovrebbe assumere un impegno a mantenere i tassi di interesse bassi (ma positivi) per un periodo sufficientemente lungo in futuro: ma, si noti bene, per un periodo che si estende anche a quando l'economia dovesse dare segnali di uscita dalla trappola deflazione-recessione. Altrimenti

tassi di interesse positivi in futuro risulterebbero *non* espansivi: quello che conta è che i tassi di interesse futuri attesi, pur essendo positivi, siano più bassi di quello che gli agenti si aspetterebbero normalmente una volta esauritasi la fase deflazionistica.

Tale strategia avrebbe due effetti: primo, creare (come sopra) aspettative di inflazione; secondo, influenzare correttamente la curva di rendimenti dei tassi, quindi i tassi di interesse a lungo termine, che sono quelli cruciali per stimolare la domanda aggregata. In altre parole, anche se i tassi a breve sono zero oggi (o vicini allo zero), i tassi a lungo termine possono essere *diminuiti oggi* (e quindi stimolare la domanda) se la banca centrale si impegna ad una politica espansiva in futuro. Più semplicemente: la politica monetaria può essere efficace oggi se “prende a prestito” espansioni monetarie future.

Questa discussione ci serve a chiarire un punto. Se la politica monetaria ha ancora diverse frecce nel suo arco, l'attenzione quasi spasmodica sul ruolo che la politica fiscale dovrebbe assumere nella fase corrente di trappola deflazione-recessione non è poi completamente giustificata. Soprattutto se consideriamo che l'opzione fiscale porta con sé benefici ma anche diverse distorsioni, magicamente cadute nel dimenticatoio.

L'ULTIMA MOSSA DELLA BCE

Per quanto riguarda la BCE la situazione è diversa. Nonostante l'ultimo taglio di $\frac{3}{4}$ di punto, il margine di discesa dei tassi rimane ancora apprezzabile. C'è da chiedersi forse come mai la BCE giunga ad una risposta così intensa più tardi delle altre banche centrali (Fed e Bank of England). Le ragioni sono almeno tre. Primo, la BCE ha annunciato da diversi mesi che il sentiero dei tassi sarebbe stato al ribasso, e questo è quello che più conta per pilotare correttamente la domanda aggregata. Secondo, il processo di deleveraging dei bilanci delle banche sembra meno intenso nell'area euro rispetto a USA e Regno Unito. Questo aspetto è importante. Se quello che conta in questi paesi è soprattutto frenare il deteriorarsi dei bilanci delle banche di investimento (i famosi broker dealers come Morgan Stanley, Citigroup o la defunta Lehman Brothers che così tanto hanno influito sulla meccanica della tempesta finanziaria), il livello corrente dei tassi a breve conta più che in circostanze normali. Questi operatori finanziari hanno infatti agito in modo estensivo sulla leva finanziaria, indebitandosi fortemente a breve quando le cose andavano bene. Il livello corrente dei tassi a breve, più che il sentiero atteso futuro, è quindi fondamentale per la salute dei loro bilanci. Da questo punto di vista, la BCE può permettersi di condurre una politica monetaria certamente aggressiva ma ancora sostanzialmente convenzionale; e quindi di tenere il livello dei tassi leggermente al di sopra di quello dei colleghi anglosassoni. Infine, le aspettative di inflazione, per quanto in discesa, rimangono ben più alte nell'area euro rispetto agli USA. Bene fa la BCE quindi a non perdere la bussola della stabilità macroeconomica.