Ma la Bce può fare meglio

di Petra Geraats , Francesco Giavazzi e Charles Wyplosz

Difficile capire le intenzioni della Bce in questo momento. Aumenta l'inflazione, rallenta la crescita, i mercati finanziari non riescono a uscire da un'impasse sempre più complessa. Ma il problema fondamentale è il declino della sua credibilità. Che migliorerebbe alquanto se la Banca decidesse di rendere note le sue previsioni sui tassi di interesse e se pubblicasse i verbali delle riunioni, invece di affidarsi al linguaggio cifrato dei comunicati. Tanto più che le sue decisioni sono molto spesso corrette. Come dimostra la sua reazione alle turbolenze di agosto.

Le attuali **intenzioni della Bce** appaiono estremamente incerte. Aumenta l'inflazione, rallenta la crescita, i mercati finanziari non riescono a uscire da un'impasse sempre più complessa: tutto ciò rende irto di difficoltà il cammino della Banca centrale europea. Ma il problema fondamentale è il declino della sua credibilità.

TRASPARENZA E CREDIBILITÀ

È nei momenti difficili che le decisioni di una banca centrale devono essere comprese, se non approvate, dal pubblico e dai mercati finanziari. In un rapporto pubblicato di recente, «Monitoring the European Central Bank», abbiamo spiegato come la Bce potrebbe guadagnare in efficacia e legittimità, se solo rendesse note le sue previsioni circa i tassi di interesse e se pubblicasse i verbali delle sue riunioni.

Il presupposto da cui siamo partiti è il risultato di anni di ricerca, confermato dalla pratica: la politica monetaria agisce innanzitutto grazie alla sua capacità di influenzare le **attese** dei risparmiatori, degli investitori, dei consumatori e dei mercati. Purtroppo, invece, il modo in cui la Bce analizza la situazione e ne trae le dovute conclusioni resta ambiguo e opaco e, come tale, rischia di non essere compreso. Un esempio recente evidenzia la portata di questo risultato e dimostra i limiti dell'azione della Bce, anche se le sue scelte non vengono rimesse in questione.

Alla fine del 2005, la Bce ha iniziato a rialzare i tassi di interesse, dopo averli mantenuti molto bassi per lungo tempo. La sua intenzione dichiarata era di **normalizzare i tassi**. E aveva assolutamente ragione. Ma non ha mai indicato quale fosse il livello da considerare "normale", né ha spiegato a che ritmo intendeva procedere. Se i mercati finanziari avessero compreso, allora, che la Banca intendeva aumentare di due punti i tassi, avrebbero reagito di conseguenza (fissando i tassi a lungo termine e i corsi della borsa), in maniera da rendere meno pavida la politica monetaria e da influire sul tasso d'inflazione, che non avrebbe raggiunto i livelli attuali.

Perché la Bce non ha spiegato chiaramente le sue intenzioni? Probabilmente il Consiglio dei governatori era diviso sia a proposito dell'obiettivo da raggiungere nella definizione del tasso, sia sulla cadenza dei rialzi. Il che è normale, anzi auspicabile. Meglio un Consiglio aperto a opinioni divergenti, che pericolosamente guidato da un pensiero unico. Sarebbe comunque stato positivo se mercati e pubblico avessero potuto comprendere i termini del dibattito. Cosa impossibile, visto che le delibere del Consiglio dei governatori sono tenute accuratamente segrete.

Tutto ciò discende direttamente dalla convinzione che l'inflazione è strettamente legata alle anticipazioni del settore privato: quando datori di lavoro, lavoratori e mercati finanziari negoziano prezzi e salari sono molto attenti al possibile aumento dell'inflazione. Ecco perché le banche centrali sono divenute sempre più trasparenti e attribuiscono grande importanza alla comunicazione. La Bce si vanta di "preparare bene i mercati" e di far sì che le sue decisioni siano prevedibili. Ma è

importante prevedere non solo le decisioni a breve termine. L'impatto macroeconomico di un quarto di punto percentuale dell'Overnight Index Swap è estremamente limitato, anzi trascurabile. Ciò che interessa a privati e aziende sono i tassi di interesse a lungo termine. E questi tassi dipendono da ciò che succede **al tasso overnight** della banca centrale durante l'anno in corso o due anni successivi. Ed è il motivo per cui talune banche centrali hanno iniziato, con spirito pionieristico, a pubblicare le loro previsioni di tassi d'interesse a due o tre anni. Anche la Bce non sfugge ovviamente a questo bisogno d'informazioni. Però continua a comunicare con linguaggio cifrato. Ha sviluppato un suo peculiare linguaggio (con parole come "vigilanza", che può o meno essere "estrema"). Ma tali espressioni sono insufficienti sul lungo termine, e sul breve possono essere mal interpretate.

Il miglior modo in cui la Bce può essere trasparente è quello di rendere pubbliche le votazioni del Consiglio dei governatori. Il loro andamento spiega molte cose, dal momento che le decisioni sono raramente unanimi. Bisogna pubblicare le votazioni, non il nome di chi ha espresso il voto, altrimenti, c'è il rischio che sui membri del Consiglio vengano esercitate pressioni da parte delle autorità nazionali. Pubblicare le minute, come fa ormai gran parte delle banche centrali, fornisce le spiegazioni necessarie a comprendere le votazioni. E, anche in questo caso, le minute non devono specificare i nomi.

LA TUTELA DELL'INDIPENDENZA

Una maggior trasparenza tutela la legittimità democratica della Bce, protetta dalle interferenze della politica, in virtù del suo statuto di indipendenza. In un regime democratico, il sostegno popolare è la sola difesa della banca centrale. Ma tale sostegno potrebbe essere minato dalle critiche dei politici. Lo si può ben vedere in Francia, dove secondo un'atavica impostazione colbertista, l'opinione pubblica è tradizionalmente scettica nei confronti del principio di una **banca centrale indipendente**. E in questa situazione, i politici potrebbero cedere alla tentazione di rendersi popolari, attaccando la banca centrale. Troppe e ripetute critiche, per lo più infondate, rischiano di danneggiare la reputazione della Banca. La migliore difesa, per la Bce, consiste in una comunicazione efficace, non rivolta esclusivamente ai mercati finanziari. Ma una buona comunicazione esige una strategia chiara e deve basarsi sulla totale trasparenza. Dopo dieci anni, è arrivato il momento di ripensare la strategia e la trasparenza.

È anche arrivato il momento di rivedere l'**organizzazione** dei due organi della Bce, vale a dire Direttorio e Consiglio dei governatori.

Il **Direttorio** comprende sei membri, tra cui il presidente Jean-Claude Trichet, con sede a Francoforte. Quest'ultimo gestisce giornalmente la banca e prepara le delibere del Consiglio dei governatori, che riunisce, tra l'altro, i governatori delle banche centrali nazionali. Guidare la politica monetaria e soprattutto spiegarla costituiscono un lavoro a tempo pieno. Ma sui membri del Direttorio pesano anche gravose responsabilità amministrative, per le quali non sono sempre qualificati. Con l'eccezione del presidente e del vicepresidente, dovrebbero potersi dedicare esclusivamente al compito di formulare e illustrare la politica monetaria. Ridefinendo in tal modo gli incarichi, si avrebbe il vantaggio di costringere i capi di Stato e di governo, incaricati di nominarli, a scegliere i migliori esperti di politica monetaria, criterio che invece sembra essere stato piuttosto disatteso nel passato.

La Bce ha reagito in modo eccezionale di fronte alla crisi del credito dello scorso agosto. Il suo prestigio è senz'altro aumentato sui mercati finanziari. È quindi il momento giusto per rivedere strategia, trasparenza e governance.

(traduzione dal francese di Daniela Crocco)

* Il testo in lingua originale è pubblicato su Telos.