

## La Bce non dovrà contare in tedesco

*di Donato Masciandaro*

Nei giorni scorsi l'acquisto da parte della Banca centrale europea di titoli pubblici ha aperto una fase nuova nella vita dell'euro, in cui l'efficacia del governo della moneta dipenderà da due fattori: occorrerà una difesa attenta delle regole a presidio dell'indipendenza, ma nello stesso tempo evitare una politica monetaria di tipo "tedesco".

Nei prossimi mesi, la Bce affronterà uno scenario strutturale inedito: quello di una banca centrale che deve indirizzare i flussi di moneta e di credito in un contesto in cui occorre da un lato creare le condizioni migliori per la crescita economica, e dall'altro affrontare una situazione delle finanze pubbliche in squilibrio, che possono anche sfociare in situazioni straordinarie di turbolenza finanziaria, come quella vissuta nei giorni scorsi. Tra Scilla e Cariddi, quale deve essere la rotta?

Nella gestione ordinaria, la moderna analisi economica ha indicato con chiarezza la ricetta: occorre che la banca centrale sia messa nella condizione di evitare di creare bolle monetarie e finanziarie. La moneta infatti può essere uno straordinario strumento per aggirare - senza risolvere - squilibri economici e finanziari che nascono da un cattivo disegno dei mercati ovvero da comportamenti che hanno obiettivi specifici o di breve periodo.

Negli anni 70 sia gli Stati Uniti che l'Europa utilizzarono la moneta per provare a eludere gli aggiustamenti necessari nella struttura produttiva a causa dei cosiddetti shock petroliferi. Nel contempo, la moneta fu surrettiziamente usata per nascondere la necessità di riequilibrare le finanze pubbliche. I nodi reali e finanziari strutturali non furono sciolti, e in più i paesi occidentali sperimentarono una dolorosa inflazione. La bolla monetaria aveva solo aggravato i problemi.

Si comprende inoltre chi sono i più pericolosi "soffiatori di bolle". Ci sono i politici: possono vedere nella moneta uno strumento potente di consenso. Ci sono le banche, che grazie alla moneta possono far pagare ai contribuenti il costo delle loro inefficienze.

Continua a pagina 14

Gli anni 80 furono gli anni in cui l'esperienza sembrava essere stata messa a frutto: il disegno delle regole monetarie è stato improntato alla tutela del diritto e dovere del banchiere centrale di operare a protezione della stabilità monetaria, essendo nel contempo indipendente e responsabile. L'architettura della Bce è esempio efficace di tale visione dell'architettura istituzionale che deve regolare i rapporti tra banca centrale, politici e banche.

Ma non tutti i paesi seguirono tale approccio. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno continuato ad avere un assetto istituzionale ambiguo, ove si ha una banca centrale - la Fed - dotata sia di completa discrezionalità negli obiettivi che di un'ampia gamma di strumenti, che vanno dalla gestione della moneta ai controlli bancari. I rischi di cattura del banchiere centrale sono molto più alti. La bolla immobiliare degli anni Duemila e la successiva crisi finanziaria ne sono la conseguenza ultima e disastrosa. Le deboli regole hanno consentito all'alleanza tra i soffiatori di bolle per antonomasia - i politici e le banche - di avere una politica monetaria funzionale alla crescita esponenziale della leva finanziaria d'impresa e famiglie che, per ragioni diverse, era funzionale agli obiettivi degli uni e degli altri.

In Europa, la Bce, tutelata da un assetto di regole efficace, è riuscita invece nel contempo ad essere sufficientemente flessibile per perseguire sia l'obiettivo ordinario della stabilità monetaria che quello straordinario della stabilità finanziaria. Gli effetti diretti e reputazionali sono stati innegabili. Se, al contrario, avesse mostrato una condotta d'ortodossia monetaria - "alla tedesca" - irrigidendosi in posizioni ortodosse anche in situazioni eccezionali, sarebbe divenuta essa stessa catalizzatore di dissesti e di instabilità.

Abbiamo imparato la lezione? Abbiamo compreso che occorre avere da un lato regole che tutelino l'indipendenza della banca centrale e nel contempo un banchiere centrale flessibile, in grado d'affrontare tutte le situazioni, comprese quelle di emergenza? Lo scopriremo nelle prossime settimane.