

Ormai da qualche anno, puntuale, nel numero di settembre-ottobre, l'articolo di Stefano Zucchetti ci offre un chiaro quadro sintetico della situazione economico-finanziaria internazionale e delle manovre approntate dai massimi organismi monetari per far fronte alle criticità volta a volta presenti. Siamo in una situazione generale di rallentamento economico. E, nella zona Euro, l'Italia arranca più di altri paesi. A peggiorare le cose ci si mettono pure le politiche protezionistiche e le «guerre» sui dazi. Da qui l'esigenza di interventi finanziari a sostegno di politiche espansive. In tal senso, l'articolo illustra, fra l'altro, l'importanza delle decisioni della Bce anche in quest'ultima fase sotto la guida di Mario Draghi.

La stretta monetaria in Europa può attendere

STEFANO ZUCCHETTI

Dottore magistrale in Economia

► Cambio di rotta

A un anno di distanza dalla riunione del Consiglio direttivo della Bce del 14 giugno 2018, in cui il *board* aveva fornito le prime indicazioni dettagliate circa una possibile svolta in senso restrittivo dell'attuale ultra-accomodante politica monetaria (il cosiddetto *tapering*)¹, stiamo assistendo a un drastico cambio di rotta.

A livello mondiale si osserva infatti una fase di rallentamento economico. Negli Stati Uniti si è passati da un tasso di crescita del Pil del 3,1% nel primo trimestre dell'anno in corso al 2,1% nel secondo trimestre. Le stesse incertezze caratterizzano la crescita

della Cina, che quest'anno dovrebbe superare di poco il 6%; un dato ancora rilevante, ma al minimo della sua storia recente. Assai più preoccupante è la congiuntura in Europa, dove la Germania vede crollare il suo *export* e calare vistosamente la produzione industriale e anche la Gran Bretagna, per la prima volta dal 2012, rischia di entrare in recessione. In Italia, la situazione è stabilmente la peggiore tra i grandi paesi europei; la recessione dura ormai da un anno e ci ha relegati ancora una volta a essere gli ultimi della classe².

Questo breve quadro spiega perché la Banca Centrale australiana abbia tagliato i tassi di

¹ M. Draghi, *Introductory Statement to the Press Conference*, Riga, 14 giugno 2018, disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180614.it.html>

² R. Prodi, *I nostri conti e la UE. La fragilità italiana, un manuale di difesa*, ne «Il Messaggero.it», 11 agosto 2019, disponibile su https://www.ilmessaggero.it/editoriali/romano-prodi/romano-prodi_editoriale-4669943.html

interesse per la prima volta da anni e lo stesso sia accaduto in Nuova Zelanda, in India e in altri paesi asiatici. Anche la Federal Reserve statunitense – probabilmente la banca centrale più vincolante per la Bce – a fine luglio ha ridotto il costo del denaro di un quarto di punto, facendo registrare il primo provvedimento espansivo dal lontano 2008. Così, in un contesto internazionale di rendimenti in discesa e di rallentamento economico dovuto non solo alle incognite del neo-protezionismo trumpiano ma addirittura alla minaccia della fine del multilateralismo così come lo abbiamo conosciuto nel secondo dopoguerra³, la Bce sta sfoderando nuovamente il suo proverbiale *bazooka*. Anche perché il suo indicatore macroeconomico di riferimento, l'inflazione, continua a mostrare un ritmo di crescita lontanissimo dall'obiettivo del 2%.

► Il Consiglio direttivo Bce di giugno 2019

Nella riunione del Consiglio direttivo del 6 giugno, a pochi mesi dalla fine del suo mandato, il presidente della Bce Mario Draghi ha impresso una forte virata al timone dell'Euro e ha sostanzialmente commissariato le politiche monetarie fino alla metà del prossimo anno, indicando anche in maniera più precisa del solito gli strumenti che avrebbe a disposizione la Bce nel caso in cui la situazione precipitasse. Draghi ha raccontato, con rara dovizia di particolari, che durante la discussione in

³ M. Draghi, *Introductory Statement to the Press Conference*, Vilnius, 6 giugno 2019, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190606-32b6221806.en.html>

seno al Consiglio direttivo alcuni banchieri centrali avrebbero voluto tagliare subito i tassi di interesse, altri riavviare il *Quantitative Easing* – il piano di acquisto di titoli privati e pubblici concluso qualche mese fa –, altri ancora rafforzare la cosiddetta *Forward Guidance*, il processo in base al quale la Bce fornisce informazioni sugli orientamenti futuri di politica monetaria, in particolare sulle future traiettorie dei tassi, in base alle proprie stime sulla stabilità dei prezzi⁴.

La riunione di giugno ha annunciato l'intenzione di lasciare il costo del denaro al livello attuale almeno fino a tutta la prima metà del 2020. La normalizzazione delle politiche monetarie cominciata l'anno scorso sull'onda di una ripresa che appariva sufficientemente robusta è dunque ufficialmente morta; anzi, per aiutare le banche, la Bce ha già attivato una nuova operazione di liquidità, che sarà lanciata a settembre. Anche se i mercati finanziari non hanno reagito con grande euforia, poiché si aspettavano già una decisione concreta di rientro nell'umore più emergenziale, la Bce ha comunque segnalato una svolta notevole.

► Il Forum di Sintra di giugno 2019

Ancora più vigoroso è stato l'intervento tenuto pochi giorni dopo da Draghi in occasione dell'annuale Forum Bce di Sintra (Portogallo): il presidente ha affermato che l'arsenale a disposizione della Bce è vasto e le sue armi possono essere ancora ampiamente utilizzate se l'economia dell'Euro-

⁴ *Ibid.*

zona non mostrasse segnali di miglioramento⁵.

Poiché lo scenario dei rischi rimane negativo e gli indicatori macroeconomici per i prossimi trimestri indicano una debolezza persistente, appare evidente che non si sono dissipate le incertezze geopolitiche, la crescente minaccia del protezionismo e la vulnerabilità dei mercati emergenti, a danno dell'*export* dell'Eurozona. Qualora fosse a rischio il ritorno sostenibile dell'inflazione ai livelli obiettivo, secondo Draghi sarà necessario un ulteriore stimolo: un taglio dei tassi di interesse e altre misure per mitigare gli effetti collaterali restano tra gli strumenti a disposizione della Bce e, inoltre, il *Quantitative Easing* offre ancora uno spazio considerevole di manovra.

Queste dichiarazioni hanno stupito gli analisti per il *timing* con cui sono arrivate: solo una decina di giorni dopo il Consiglio direttivo di inizio giugno e mentre la Fed si riuniva per il suo comitato monetario (Fomc), oltretutto tramite un annuncio fuori programma all'interno di un rituale discorso di apertura⁶. E, secondo l'agenzia di stampa Reuters, parrebbero avere spiazzato anche alcuni membri del Consiglio direttivo poiché le nuove misure di stimolo non erano state ancora adeguatamente discusse dal *board*⁷.

⁵ Id., *Twenty Years of the ECB's monetary policy*, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18 giugno 2019, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>

⁶ M. Bottarelli, *SuperMario spiazza tutti con i 'nuovi stimoli'*, in «Business Insider», 20 giugno 2019, disponibile su <https://it.businessinsider.com/supermario-contro-il-trump-furioso-e-salvini-le-possibili-ripercussioni-dellannuncio-di-draghi-sui-nuovi-stimoli/>

⁷ F. Canepa e B. Koranyi, *Membri BCE colti di sorpresa da parole Draghi e divisi su opzioni stimolo*, in «Reuters», 19 giugno 2019, disponibile su <https://it.reuters.com/arti->

A rendere necessaria questa accelerazione – ossia il passaggio da un approccio comunicativo prudente a un annuncio ufficiale dell'arrivo pressoché certo, anche se magari non immediato, di nuove politiche monetarie accomodanti – sono stati probabilmente l'ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali e una serie di deboli dati macroeconomici. Inoltre, può avere pesato la constatazione che non solo non c'è all'orizzonte alcuna possibilità di un graduale aumento dell'inflazione ma il *trend* imboccato dall'Eurozona ricorda sempre più pericolosamente la trappola deflattiva del *lost decade* giapponese (1991-2000). Giappone che continua a rimandare *sine die* il ridimensionamento del suo programma di stimolo macroeconomico, l'*Abenomics*, poiché l'inflazione pare non muoversi dai minimi storici⁸. Insomma, in assenza di interventi rapidi e decisi si rischia l'errore che Draghi ha più volte sottolineato: ignorare la lezione impartita dalla grande crisi finanziaria del 2008.

► Il Consiglio direttivo Bce di luglio 2019

Nella riunione del Consiglio direttivo del 25 luglio, pur non essendo stato deciso alcun taglio dei tassi di interesse, sono emerse due novità di rilievo che proiettano la Bce verso una sempre più imminente manovra espansiva.

La prima è che nella dichiarazione finale si dice che i tassi resteranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali almeno fino a tutta la

[cle/topNews/idITKCN1TK0XR-OITTP](https://topNews/idITKCN1TK0XR-OITTP)

⁸ M. Bottarelli, *SuperMario spiazza tutti con i 'nuovi stimoli'*, cit.

prima metà del 2020. Rispetto alla formulazione di giugno è stato aggiunto il termine «inferiori».

La seconda è che, ribadendo di voler ricorrere a tutti gli strumenti possibili per raggiungere l'obiettivo di inflazione, il *board* ha dato mandato ai comitati competenti dell'Eurosistema di esaminare le opzioni sul tavolo: strumenti per rafforzare la *Forward Guidance*, elaborazione di un sistema a più livelli per la remunerazione delle riserve obbligatorie in modo da proteggere le banche dagli effetti dei tassi negativi, possibili opzioni riguardo a dimensioni e composizione di eventuali nuovi acquisti netti di attività, cioè un nuovo *Quantitative Easing*⁹.

► La politica monetaria della Fed

Nel frattempo, oltreoceano, nella seduta del 30-31 luglio il *Federal Open Market Committee* (Fomc) della Fed ha tagliato i tassi di interesse di un quarto di punto, riportandoli al 2-2,25% dal 2,25-2,50% deciso a dicembre con l'ultimo rialzo della precedente fase di normalizzazione della politica monetaria. La Fed ha inoltre deciso di interrompere con due mesi di anticipo la politica di riduzione degli *asset* acquistati con le tre fasi di *Quantitative Easing*, riprendendo il reinvestimento dei titoli in scadenza a partire da agosto¹⁰.

⁹ M. Draghi, *Introductory Statement to the Press Conference*, Francoforte sul Meno, 25 luglio 2019, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ ECB.is190725-547f29c369.it.html>

¹⁰ Federal Reserve, *Minutes of the Federal Open Market Committee*, 30-31 luglio 2019, disponibile su <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20190731.pdf>

Il presidente Powell ha invitato a non vedere questa riduzione dei tassi come l'apertura di una fase nuova caratterizzata da tagli ripetuti ma come una correzione in corsa.

Altri cicli molti lunghi hanno comportato in passato che la Fed interrompesse temporaneamente i rialzi, tagliasse i tassi e tornasse poi a alzarli. La diagnosi sullo stato dell'economia statunitense è del resto abbastanza positiva.

Tuttavia, la Fed deve cercare di tenere a freno le critiche pubbliche e le ingerenze del presidente Trump, che vorrebbe una politica monetaria più espansiva e un Dollaro più debole.

Il discorso di Powell all'annuale simposio sulla politica economica di Jackson Hole¹¹ e le immediate critiche di Trump per l'eccessiva prudenza sono solo l'ultimo episodio del braccio di ferro istituzionale, che potrebbe influenzare il ritmo dell'espansione monetaria avviata dalla Fed.

► Christine Lagarde alla guida della Bce

Il Consiglio direttivo della Bce di fine luglio ha anche ratificato la nomina di Christine Lagarde a succedere a Draghi come presidente della Bce per i prossimi otto anni a partire dal 1° novembre. Avvocato d'affari francese, ministro dell'Economia nel governo Fillon ai tempi di Sarkozy, nel 2011 la Lagarde ha assunto la direzione del Fondo moneta-

¹¹ J.H. Powell, *Challenges for Monetary Policy*, Economic Policy Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 23 agosto 2019, disponibile su <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20190823a.htm>

rio internazionale. Sotto la sua guida il Fmi negli anni che hanno seguito la crisi finanziaria del 2008 ha modificato la propria linea, prendendo gradualmente le distanze dal cosiddetto *Washington consensus*, il pacchetto *standard* di direttive di politica economica tendenzialmente neoliberiste da destinarsi ai paesi che si trovavano in una situazione di crisi economica. Significativo è stato, per quanto concerne l'Eurozona, il pentimento del Fmi circa gli effetti dell'austerità sul Pil, in particolare su quello della Grecia, poi-

ché i tagli alla spesa pubblica lo abbatterono molto più di quanto avesse previsto fino allora l'istituzione internazionale. I mercati finanziari sono ormai convinti che Draghi lascerà in eredità alla Lagarde la Bce non senza aver avviato la nuova fase espansiva; l'occasione più probabile per un intervento sui tassi di interesse pare essere il Consiglio direttivo di metà settembre. Al nuovo presidente il compito di proseguire questa politica monetaria accomodante per cercare di pilotare definitivamente l'Eurozona fuori dalla recessione.