

I tre dubbi per la Bce tra la luce delle allodole e la scorrettezza dei corvi

di Donato Masciandaro

Mantenere stabili i tassi o aumentarli? E come? Tra una settimana la Bce dovrà rispondere, individuando quale decisione sia la più efficace contro il rischio inflazione, minimizzando al contempo l'impatto in termini non solo di rischio stagnazione, ma anche di instabilità finanziaria. Tutto dipenderà dall'effetto che la decisione avrà sulle aspettative. Nel frattempo, singoli banchieri centrali stanno mostrando la parte migliore e peggiore di sé: da un lato le allodole, dall'altro i corvi.

Il punto di partenza deve essere lo scenario congiunturale più probabile per i prossimi mesi, da cui dipendono gli effetti delle due possibili opzioni di politica monetaria : la scelta «conservativa» di non modificare i tassi, ovvero quella «restrittiva» di innalzarli, verosimilmente di venticinque punti base. Per sciogliere il dilemma occorre che i banchieri centrali riuniti a Francoforte raggiungano un accordo su tre punti fondamentali.

Primo punto: quale è la natura dello shock macroeconomico negativo che si sta affrontando, innescato dalla crisi geopolitica in Medio Oriente? Un risultato consolidato è che i peggiori shock sono quelli che colpiscono l'offerta aggregata, perché fanno aumentare simultaneamente il rischio inflazione ed il rischio stagnazione, in quanto possono innescare comportamenti difensivi, o opportunistici, nelle imprese, nei lavoratori e nei mercati, innescate da aspettative negative. Un risultato consolidato, ma egualmente preoccupante, è l'effetto sul rischio di instabilità finanziaria, che sembra più pronunciato quanto lo shock è da offerta aggregata. Poiché il consenso è che la crisi medio-orientale appartenga a questa categoria, la scelta tra opzione conservativa e restrittiva appare oggi particolarmente delicata, perché il costo atteso di un errore della Bce è relativamente alto. Tale costo dipenderà a sua volta dalla capacità che l'opzione scelta avrà nell'influenzare nella giusta direzione le aspettative.

Da qui emerge il secondo punto: quale è lo stato delle aspettative rispetto allo shock medio-orientale? Un recente lavoro di Revoltella ed altri, economisti della Banca Europea degli Investimenti , offre una analisi interessante: i mercati finanziari e le imprese non la pensano affatto nello stesso modo, anzi: all'incertezza geopolitica reagiscono non solo in maniera asimmetrica, ma anche opposta. I mercati finanziari finora sembrano considerare l'incertezza geopolitica come un evento passeggero: nel saliscendi che accompagna le notizie sul conflitto, i rimbalzi positivi sono più profondi e veloci. Viceversa, le imprese europee, guardando in particolare le decisioni in materia di investimenti, sono più sensibili alle notizie negative, con il ristagno delle decisioni di investimento che può essere accentuato da un effetto cumulativo, se la frequenza di tali notizie aumenta. La conseguenza è automatica: le decisioni di politica economica devono avere come obiettivo quello di ridurre l'incertezza, in modo da non danneggiare il sistema produttivo.

È un risultato specifico che rafforza quella che è una indicazione generale che la Bce dovrà rispettare: l'efficacia della scelta di politica monetaria dipende dai modi e dai tempi della sua comunicazione ed implementazione.

Di riflesso, si arriva al terzo punto: quale deve essere la politica di annunzio della Bce? Possiamo considerare scontato che la Bce confermi la sua strategia di politica monetaria al buio: le decisioni sono prese riunione per riunione, sulla base dei dati disponibili, senza alcun impegno per il futuro. È la strategia che si basa sul cosiddetto effetto Delfi: le aspettative sulla futura politica monetaria vengono lasciate all'interpretazione dell'economia privata, a partire dai mercati finanziari. L'effetto Delfi sarà tanto più efficace quanto più l'interpretazione sarà univoca e corretta. La Bce ha introdotto uno strumento per favorire l'univocità e la correttezza dell'interpretazione: la pubblicazione di previsioni alternative di scenario macroeconomico. Una scelta che ha fatto emergere nei giorni scorsi, la natura di singoli banchieri centrali che siedono al tavolo di Francoforte. Alcuni si sono comportati correttamente da allodole - che, come nella metafora di Shakespeare, amano la luce - cercano di spiegare nel modo più completo e chiaro possibile la politica degli scenari alternativi. È operazione di alta educazione finanziaria. Altri invece hanno avuto una condotta da corvi, cioè scorretta, nei fatti dando scontata, con le loro dichiarazioni individuali, che l'opzione monetaria che verrà scelta sarà quella restrittiva. Gracchiare è contro il bene comune, che lo faccia un falco oppure una colomba; che il malcostume non sia nuovo non fa che aumentare il disdoro su chi lo pratica.