

I tassi d'interesse e la Bce EUROPA, LA CRISI E IL SUO CAMELLO

di **PIERPAOLO BENIGNO**

LA politica monetaria da sola non ci può far uscire da questa crisi ma sicuramente non deve fare danni. A ciascuno il suo compito, ma che sia svolto bene, come l'eccezionalità di questo periodo richiede. È passata inosservata la notizia che la Banca centrale europea ha mantenuto il tasso di politica monetaria stabile al 2%, come d'altra parte aveva già preannunciato nello scorso incontro di gennaio. Decisione che non fa clamore perché i tassi d'interesse della zona euro, quelli nominali, sono al livello più basso, come nel 2003. Ma, diversamente da allora, le economie europee si trovano ora in una grave recessione.

Se la regolazione della liquidità nel sistema è stata gestita con accuratezza, lo stesso non si può dire per l'attività tradizionale di una banca centrale, quella di determinare il tasso d'interesse a breve. Su questo fronte, la politica monetaria ha commesso e commette molti errori. Il primo, nel giugno 2008, quando in controtendenza con tutti e tutto ha alzato i tassi d'interesse per contrastare la crescita dei prezzi dei prodotti petroliferi e alimentari. Un doppio errore: da un lato era pura speculazione e quindi si trattava di un rialzo temporaneo e non permanente, che sarebbe scemato con il venir meno del momento speculativo; dall'altro è buona regola per un banchiere centrale

concentrarsi sull'inflazione che ha meno volatilità, appunto escludendo quella dei beni alimentari e dei prodotti petroliferi. Quel rialzo dei tassi ha portato ad un forte apprezzamento del cambio, ad un elevato costo del credito, e ha piegato le economie europee, già in piena crisi di liquidità e finanziaria.

Il secondo errore è l'ormai reiterato tardare rispetto all'evoluzione dello scenario economico e della crisi reale, con variazioni dei tassi d'interesse nominali che sono sempre insufficienti rispetto alle necessità correnti e che mai anticipano le circostanze. La Bce sembra soffrire di illusione monetaria. Le decisioni di spesa dei consumatori e di investimento delle imprese sono decisioni reali, cioè hanno a che fare con l'acquisto di unità di beni. Per intenderci, non conta avere mille euro, ma quanti beni riusciamo a comprare con mille euro.

Non conta il tasso d'interesse nominale, ma quello reale, cioè quello nominale depurato dai movimenti dell'inflazione. Se il tasso d'interesse reale è alto conviene risparmiare e posticipare le proprie decisioni di spesa nel futuro, la domanda aggregata corrente scende. Se il tasso d'interesse reale è basso, conviene prendere a prestito e consumare e investire oggi. La domanda aggregata sale.

Una buona regola per un'appropriata stabilizzazione del ciclo economico è quella di alzare i tassi d'interesse reali nei periodi di espansione economica, anche per evitare lo svilupparsi di bolle immobiliari e creditizie, e di abbassarli nei periodi di contrazione e in recessione. La Bce ha fatto quasi il contrario. Nel periodo 2003-2005, indipendentemente da come si costruisce l'indice, il tasso d'interesse reale in Europa è rimasto nell'intervallo 0-0,5%. Oggi, con un tasso interbancario ad un anno pari a 2,2%, un'inflazione corrente pari a 1,1% e quella attesa in ulteriore decrescita, il tasso reale ad un anno non è inferiore all'1%.

Nell'affannosa e un po' imbarazzante conferenza stampa di qualche giorno fa, Trichet ha anche parlato della crisi di fiducia che consumatori e imprese stanno attraversando, sottolineando come anche le decisioni di spesa di chi se lo può permettere siano al momento bloccate. Ma è appunto il ruolo della banca centrale quello di far scendere i prezzi relativi in maniera da compensare questo clima di sfiducia, e sostenere la domanda aggregata. Bisogna abbassare i tassi d'interesse reale, alleviare i bilanci delle famiglie e delle imprese — il più possibile. Il vecchio detto keynesiano, si può portare un cammello all'abbeveratorio ma non lo si può costringere a bere, non vale per Trichet. Lui il cammello all'abbeveratorio non lo porta proprio.

I tassi d'interesse nominali non possono scendere sotto lo zero, ma quelli reali sì. In una recessione grave e complicata come questa è desiderabile avere anche un tasso reale negativo pari a -1%. Ma bisogna arrivarci prima che l'economia reale si blocchi, cioè ora. Con un'inflazione all'1% e in continuo rallentamento, significa portare i tassi nominali almeno a 0,5% nel giro dei prossimi due mesi. La Bce non lo farà mai. Un altro errore.

