

L'ANALISI

LA VERA RICETTA
ANTI-INFLAZIONE

CARLO COTTARELLI

La Bce ha annunciato un aumento dei tassi e una fine alla politica di acquisti netti di titoli di stato finanziata stampando euro. - PAGINA 27

LA GIUSTA RICETTA
ANTI-INFLAZIONE

CARLO COTTARELLI

La Banca centrale europea ha finalmente annunciato un aumento dei tassi di interesse e una fine alla politica di acquisti netti di titoli di stato finanziata stampando euro. La reazione dei mercati non è stata buona: i tassi di interesse e gli spread sono aumentati e le Borse sono calate. Perché? Alcuni commentatori hanno detto che le decisioni prese rivelavano una crescente influenza dei "falchi" (i rappresentanti dei Paesi del Nord Europa) nel Consiglio direttivo della Bce. In realtà, mi sembra che quello che la Bce ha annunciato sia il minimo che ci si potesse aspettare da una banca centrale che si trova a fronteggiare un'inflazione di oltre l'8 per cento (questa è la media nell'area dell'euro). Anche una colomba qualcosa doveva pur fare... La Bce ha detto due principali cose. Primo, che intende aumentare il tasso di interesse annuale a cui la Bce presta soldi alle banche da 0 a 0,25 per cento in luglio e a 0,50 in settembre, con aumenti di uguale misura per gli altri tassi di interesse praticati dalla Bce. Sono aumenti molto contenuti: a maggio, in un singolo mese, i prezzi sono aumentati nell'area dell'euro dello 0,8 per cento. Ripeto: in un mese. Cioè, l'inflazione, se va avanti a questi ritmi, si potrebbe portare via in un mese più di tutto il rendimento di un anno sui soldi prestati dalla Bce. Quindi, i tassi di interesse aumentano, ma restano ampiamente negativi al netto dell'inflazione. Continua a convenire indebitarsi per spendere e di parecchio. Secondo, la Bce ha deciso di sospendere gli acquisti netti di titoli di stato, non solo quelli legati alla pandemia (il cosiddetto Pepp, la cui sospensione era già stata annunciata), ma anche quelli del programma preesistente (App). Quindi basta sostegno al mercato dei titoli di stato, compreso quelli italiani. Brutta notizia? Sì, ma del tutto prevista. La Bce si è inoltre premurata di sottolineare un'altra cosa importante: non solo, come già si sapeva, continuerà a ricomprare i titoli di stato che giungono a scadenza, ma manterrà la propria libertà nell'acquistare titoli di stato di un Paese diverso da quello dei titoli in scadenza. Che significa? Supponiamo che il prossimo mese giungano a scadenza 2 miliardi di titoli di stato tedeschi detenuti dalla Bce. Quest'ultima potrà decidere di sostituirli con titoli, per esempio, greci o italiani. Questo per evitare che i tassi di inte-

resse greci o italiani aumentino troppo rispetto a quelli tedeschi, ossia che lo spread salga troppo. Il comunicato della Bce fa addirittura riferimento esplicito alla Grecia, il Paese dove lo spread è al livello più alto: 268 punti base. L'Italia non è molto distante però: 228 punti base. Mi sa che questo è un tipico esempio di "parlare a nuora, perché suocera intenda".

Quindi, la Bce si sta muovendo cautamente. Il timore è quello di esagerare e di causare una recessione con un ritorno a tassi di inflazione ben al di sotto del 2 per cento, come abbiamo avuto dal 2013 al 2020. Perché allora i mercati finanziari non hanno reagito bene? I mercati sono stati sorpresi da un'azione chiaramente restrittiva, come alcuni media hanno riportato? Stanno predominando i falchi? Non mi sembra proprio, per i motivi che ho spiegato. Un'interpretazione alternativa (e più preoccupante) è che l'annuncio di gradualità nella stretta monetaria non sia ritenuto adeguato a frenare l'inflazione. I tassi di interesse a lungo termine, quindi, sarebbero aumentati perché gli investitori avrebbero rivisto verso l'alto le aspettative di inflazione e quindi cercherebbero di coprirsi facendo aumentare i tassi di interesse. Difficile raggiungere chiare conclusioni (non attribuirei troppa importanza a quello che accade in un singolo giorno), ma il rischio che questa interpretazione sia valida esiste.

Detto questo, come biasimare la Bce? Un consistente aumento dei tassi potrebbe causare una recessione, nel contesto di un'economia già in difficoltà per la guerra in Ucraina. Una situazione molto difficile da gestire. Qualche mese fa, venne chiesto a Mervyn King, ex governatore della Bank of England, cosa avrebbe consigliato di fare in questo momento alle banche centrali di fronte a un mix di alta inflazione e stagnazione. La risposta fu eloquente: «Consiglierei loro... di non trovarsi in questa situazione». —

© RIPRODUZIONE RISERVATA

