

IL RISCHIO DI UNA FRENATA AL BUIO

di **Alberto Forchielli** e **Fabio Scacciavillani**

Una banca centrale credibile e autorevole dovrebbe avere un'idea chiara o quantomeno non superficiale e nebulosa sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale. E in base ad esso andrebbero illustrate ai cittadini ed ai mercati le analisi congiunturali dei dati macroeconomici e di conseguenza le decisioni sui tassi di interesse. In tempi "normali", vale a dire quando il ciclo economico non è stato violentemente perturbato da eventi epocali, le autorità monetarie possono affidarsi all'esperienza del passato e ai consueti modelli di previsione. Quando invece si affrontano condizioni abnormi, shock macroscopici o addirittura cigni neri, i banchieri centrali non dovrebbero adagiarsi su apatiche certezze apprese dai libri di testo, ma sforzarsi di capire in che acque e tra quali scogli si trovino a navigare. Ed è appunto questo sforzo che si impone in una fase estremamente delicata come quella che attraversiamo in Europa tra lo shock energetico (che ancora non ha esaurito gli effetti), la controffensiva in Ucraina che è entrata in una fase cruciale e la transizione ecologica di cui ancora non sono delineati i contorni e le ripercussioni. In estrema sintesi, bisogna concentrarsi sulle condizioni e sulle aspettative future, non sulle aspettative passate frutto degli errori commessi dalle banche centrali nel 2021. Quando le politiche cambiano le aspettative reagiscono, ma da aprile nell'area euro gli indici armonizzati dei prezzi al consumo, sia quello generale, sia quello al netto di alimentari ed energia hanno

registrato aumenti modesti. L'indice dei prezzi alla produzione dal picco di 167,6 a settembre 2022 è crollato a 149,5 ad aprile 2023. Peraltro stanno calando le aspettative di inflazione e le aspettative sui prezzi di vendita delle imprese manifatturiere. Dunque i dati confermano che la disinflazione sta attecchendo. Prima di aumentare ulteriormente i tassi di interesse sarebbe il caso di appurare se queste tendenze si confermeranno durante l'estate. Altrimenti, dopo aver commesso l'errore di considerare transitoria la fiammata inflazionistica post-Covid, si rischia di reagire, commettendone un altro di segno opposto e minando definitivamente la credibilità della Banca Centrale Europea.

Sono almeno tre gli elementi che consiglierebbero di verificare gli effetti della stretta monetaria prima di un ulteriore inasprimento, anche perché una disinflazione troppo rapida non è detto che garantisca una stabilizzazione dei prezzi nel medio periodo:

1) La perdita di potere d'acquisto delle famiglie dovuto al rincaro delle bollette ha causato una riduzione degli acquisti di beni e servizi, con un impatto negativo sulla produzione industriale e sull'economia in generale. In altri termini la stretta creditizia non viene attuata per frenare una fase di espansione, ma durante un periodo di debolezza, quando le imprese sono più vulnerabili e

dipendenti dal credito bancario.

2) In tali circostanze l'aumento dei tassi di interesse oltre a scoraggiare il credito al consumo, i mutui ipotecari e gli investimenti ha un effetto dirompente sul merito creditizio delle aziende. Specificamente, l'aumento dei tassi di interesse aumenta il rischio di insolvenza per chi si trova già in condizioni precarie. Le banche infatti si trovano costrette per ottemperare ai criteri prudenziali a restringere l'accesso al credito, alimentando un circolo vizioso di credit crunch, fallimenti di imprese e deterioramento dei propri parametri di solidità patrimoniale.

3) L'effetto dei crediti deteriorati e dei fallimenti si somma all'impatto negativo delle minusvalenze sulle obbligazioni societarie o sui titoli di stato negli attivi patrimoniali, in pratica l'effetto che negli Usa ha provocato la bancarotta di Silicon Valley Bank e altre banche travolte dal rischio di tassi.

In sostanza il meccanismo di trasmissione della politica monetaria che in tempi normali agisce gradualmente e con lag temporali abbastanza prevedibili, nelle circostanze eccezionali in cui ci troviamo produce effetti non lineari, che rischiano di innescare una recessione senza che ve ne sia motivo razionale.

Infine va ricordato che la politica monetaria non sortisce effetti duraturi sull'inflazione nel medio periodo se non è accompagnata da una politica fiscale coerente. Le incertezze sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita non aiutano ad ancorare le aspettative future e gli effetti degli alti tassi di interesse sui debiti pubblici aleggiano come il Convitato di Pietra ai piani alti dell'Eurotower.



Un banca centrale dovrebbe avere un'idea chiara su come la politica monetaria si trasmette all'economia reale