

# Politica espansiva al tramonto Cambio di passo di Bce e Fed Il rischio è lo shock sui mercati

Le banche centrali dicono addio alle misure monetarie straordinarie. Fondamentali per il sostegno all'economia, non hanno centrato tutti gli obiettivi per il rilancio.



di PHILIPPE  
 ITHURBIDE \*

PARIGI

**L**A LEZIONE che abbiamo imparato nel corso degli ultimi due anni è che, in un contesto di crescita non inflazionistica, i criteri seguiti nel porre in essere interventi di politica monetaria – quella che tecnicamente viene definita «funzione di reazione» – della Fed e della Bce sono risultati estremamente differenti: il posizionamento nel ciclo economico di Stati Uniti ed Europa è stato ed è completamente diverso. Ma questo fatto, da solo, non basta a spiegare quella che gli economisti chiamano la «divergenza» tra le due Banche Centrali, che hanno mostrato soluzioni molto diverse a problemi identici.

**1. AVERE** un obiettivo in materia di inflazione è una scelta discutibile. Tutti gli indicatori base sui quali gli economisti erano abituati a ragionare oggi risultano in qualche modo inutili o comunque non sono in grado di descrivere la realtà attuale. La curva di Phillips (ovvero la relazione decrescente tra il tasso di disoccupazione e crescita salariale o costo del lavoro) è in qualche modo piatta o addirittura invertita. La regola di Taylor relativa alle Banche Centrali (che rappresenta il collegamento tra gli obiettivi in materia di inflazione, disoccupazione, crescita potenziale e inflazione) risulta del tutto inutile nello scenario attuale.

**2. POLITICHE** monetarie troppo espansive sono inutili, perché l'in-

flazione non ritornerà 'naturalmente' al proprio obiettivo. Secondo i fatti e le relazioni statistiche, il calo del tasso di disoccupazione non comporta più una crescita più veloce dei salari e dei costi salariali unitari. Anche negli Stati Uniti, così come nell'area dell'Euro, il salario medio sta rallentando, il che indica che le economie stanno creando salari bassi, oppure nuovi posti di lavoro di scarsa qualità, che non favoriscono l'inflazione da salari.

**3. LE BANCHE** centrali devono preoccuparsi della bolla delle obbligazioni. Si tratta di un rischio reale: uno scoppio avrebbe un impatto molto dannoso sulle attività finanziarie e sulla crescita. Si tratta di una bolla globale, legata non solo ai programmi di «alleggerimento monetario» (il *quantitative easing* della Bce). In questo senso sarebbe auspicabile una cooperazione e una politica comune da parte delle Banche Centrali.

**4. I PREMI** per il rischio non riflettono la realtà della zona Euro e la

Bce dovrebbe prestarvi maggiore attenzione. I bassi rendimenti legati alle attività a basso rischio, la 'corsa' verso le attività rischiose, verso i titoli a spread e il *quantitative easing* attuato dalla Banca Centrale europea (in particolare le obbligazioni *investment grade*) hanno distorto i premi per il rischio. Di conseguenza, i rendimenti delle attività non sono più in linea con il rischio assunto. Il passato ci insegna che, di fronte a situa-

zioni di questo tipo, quando il rischio reale assunto dagli investitori è stato nuovamente apprezzato nel modo corretto, si sono sempre verificati o una crisi o uno *shock* significativo.

**5. NON È RAGIONEVOLE** continuare a indebolire le banche con tassi di interesse così bassi o negativi. L'attuale politica monetaria dei tassi ultrabassi o addirittura sottozero non è adeguata alla situazione economica e comporta almeno due ricadute negative sulle banche perché, da una parte, ha appiattito significativamente la curva dei rendimenti, riducendo i margini di interesse sui prestiti bancari; dall'altra ha ridotto il rendimento dei titoli obbligazionari che le banche sono 'costrette' a detenere per motivi regolamentari. Naturalmente, le banche europee si trovano ora in una buona posizione finanziaria (con poche eccezioni), ma sarebbe preferibile avere banche più forti.

**6. LE BANCHE CENTRALI** non dispongono, se necessario, di un margine di manovra per una politica monetaria anticiclica e l'ottimismo economico si scontra inevitabilmente con la realtà: il tasso di disoccupazione è ormai vicino al tasso di disoccupazione strutturale dell'area dell'euro (circa l'8%) o addirittura al di sotto di tale livello negli Stati Uniti. In circostanze normali, si tratta di un preludio a un'attività economica che rallenta o ritorna al proprio livello di crescita potenziale (con il rischio di un declino più pronunciato). In

breve, una situazione che richiederebbe un margine di manovra da parte della Bce.

**7. NON È LUNGIMIRANTE** l'idea di alimentare dubbi sul ruolo (ovvero sulla funzione di reazione) delle banche centrali nella politica monetaria. Il tema del 'dominio fiscale' (la sostenibilità del debito come obiettivo della banca centrale) è sempre più sentito, perché i tassi di interesse rimangono bassissimi

nonostante la ripresa economica. Se reale o percepita come tale, quest'idea non sosterebbe la credibilità della Banca centrale, né la percezione della propria indipendenza.

**CONCLUSIONE.** Nessun malinteso. Non rivendichiamo un inasprimento attivo della politica monetaria o un'inversione repentina del *quantitative easing* nell'area dell'Euro. Finora la Bce ha fatto quanto necessario per rilanciare le econo-

mie dopo la grande crisi finanziaria e i mercati finanziari hanno apprezzato molto tutte le decisioni. Attualmente, tuttavia, i livelli dei tassi d'interesse e i programmi di alleggerimento monetario non sono in linea con le condizioni economiche di base. L'uscita dal *quantitative easing*, la normalizzazione del bilancio e la normalizzazione della politica monetaria devono avvenire in modo graduale ma questo processo, a un certo punto, non avverrà in maniera fluida. Dobbiamo purtroppo essere pronti a convivere, in futuro, con una maggiore volatilità.

**\* Global Head of Research and Macro Strategy - Amundi**



**Si occupa di asset oltre i 1.000 miliardi**

Nato dalla fusione delle divisioni dedicate di Crédit Agricole e Société Générale, Amundi è un colosso dell'asset management mondiale. Con più di 1.000 miliardi di euro di masse in gestione, Amundi dispone di centri di gestione operanti nelle principali piazze finanziarie in Europa, Asia, Australia e Stati Uniti, ed è in grado di elaborare e proporre soluzioni d'investimento atte a soddisfare ogni specifica esigenza dei propri clienti.



**Una lunga carriera ai vertici finanziari**

Philippe Ithurbide è Global head of research, analysis and strategy di Amundi dal giugno 2010. Ha iniziato la carriera all'Università di Bordeaux, insegnando per 20 anni in atenei prestigiosi. Dal 1991 al 2006, Ithurbide ha ricoperto posizioni di rilievo in Société Générale (SG Corporate and Investment Bank) e successivamente in Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Infine l'approdo ad Amundi.

**L'ESPERTO INDICA LA STRADA**

-Non rivendichiamo un'inversione repentina del Qe in area Euro - dice Ithurbide -. Ma i livelli dei tassi d'interesse e i programmi di alleggerimento monetario non sono in linea con le condizioni economiche di base-

