

L'ANALISI

# La tela di Penelope della Bce

di **Donato Masciandaro**

Cosa faceva Penelope? Tesseva la tela di giorno e la disfaceva di notte. Lo stesso rischia di fare la Banca centrale europea con la liquidità: la politica monetaria prova ad aggiustare il meccanismo che lega il credito alla crescita, la politica di vigilanza rischia di distruggerlo.

Continua ▶ pagina 3

L'ANALISI

**Donato Masciandaro**

## La tela di Penelope della Bce di Draghi

▶ Continua da pagina 1

La politica quantitativa di espansione monetaria (Qe) può essere vanificata da una cattiva politica di vigilanza, che è già partita con due passi falsi: gli stress test e le regole sul capitale personalizzate. La Bce di Mario Draghi ha avviato una politica di espansione monetaria che ha come obiettivo il ritorno alla normalità. In una situazione di trappola della liquidità con un rischio di stag-deflazione, la politica monetaria ha però gli artigiani spuntati. La banca centrale deve provare allora a creare uno shock: definire una politica congiunturale che dia un messaggio chiaro, certo e credibile. Il messaggio oggi è che la Bce farà di tutto per riportare la crescita dei prezzi su un sentiero stabile. Quanto più il messaggio è certo e credibile, tanto più è possibile che due meccanismi, tra loro intrecciati, che ora sono rotti, si possano invece riparare. Il primo meccanismo è quello delle aspettative d'inflazione, per cui, a partire dalla dinamica dei

salari, i prezzi attesi iniziano a incorporare un sentiero in ascesa, piuttosto che stagnante, o addirittura in discesa. Ma allo stesso tempo devono ripartire le aspettative di crescita reale, per cui aumenta la propensione al rischio nelle imprese, nei consumatori e nelle banche. L'economia esce dalla trappola della liquidità e l'espansione monetaria può accompagnare la crescita della domanda di investimento e di consumo. La Bce, perseguendo il suo obiettivo statutario, mette in atto una politica genuinamente congiunturale, che aiuta a portare il ciclo economico verso una crescita regolare.

Ma il messaggio di politica monetaria della Bce, per essere certo e credibile, deve contare anche sul disegno delle altre politiche economiche. Si ricordano sempre le politiche strutturali e le politiche fiscali, si dimentica invece spesso il contributo decisivo che può essere dato dalla politica di vigilanza; sia in positivo che in negativo.

Quali sono le caratteristiche di una buona politica di vigilanza? È fondamentale che la politica di vigilanza - all'opposto della politica monetaria - non sia congiunturale. La ragione è molto semplice: la vigilanza, al fine di tutelare la stabilità finanziaria, definisce e fa rispettare delle regole, o meglio dei divieti. Può vietare alle banche l'esercizio di talune attività (la vigilanza strutturale), oppure vietare che tali attività vengano svolte se non si ha sufficiente capitale di rischio e/o di liquidità (vigilanza prudenziale). Il divieto deve essere anch'esso certo e stabile, almeno per due ragioni. La

certezza migliora la capacità delle banche di pianificare le scelte di portafoglio e di capitale, migliorando l'efficienza allocativa. Allo stesso modo, la stabilità evita che l'obiettivo di una regolamentazione di essere efficace, incentivando cioè la sana e prudente gestione, vada a colpire proprio l'efficienza. Tra l'obiettivo della stabilità e quello dell'efficienza esiste sempre un conflitto latente: per superarlo, l'unica strada è evitare che la politica di vigilanza sia congiunturale; altrimenti il rischio è che il ciclo economico venga accentuato, non stabilizzato. Questo è il rischio che si corre in Europa, se la vigilanza Bce continuerà nella cattiva - strada intrapresa. Il primo passo falso è stato quello dei cosiddetti stress test. Per iniziare con il piede giusto il suo ruolo di vigilante, la Bce avrebbe potuto svolgere esclusivamente l'esercizio di valutazione dei bilanci, magari evitando di commentare a Francoforte dati obsoleti al 2013, e costringendo la Banca d'Italia a Roma a diffondere in contemporanea i dati aggiornati al 2014. Invece di dare certezza, la vigilanza ha creato confusione.

Non basta: indulgendo alla mode, la Bce ha effettuato e dato in pasto ai media simulazioni di bilancio in scenari avversi - non probabili, e neanche previsti - che possono avere un senso solo tra accademici e addetti ai lavori, ma che sono fuorvianti inseriti nell'informazione di massa. Altra confusione, altro tradimento della funzione della buona politica di vigilanza. Nelle settimane successive, secondo passo falso della vigilanza Bce: l'introduzione della regolamentazione prudenziale alla carte, con coefficienti di capitali che diventano personalizzati, instabili, imprevedibili. Se le regole sono instabili e imprevedibili, quale credete possano essere le reazioni delle banche controllate? L'esatto contrario di quelle necessarie per un ritorno alla normalità. Accorpate nella Bce le politiche monetarie e di vigilanza è stata una grossa assunzione di rischio, dettata dall'emergenza. Quando una banca centrale assume le due funzioni, gli errori di condotta costano almeno doppio, perché ci sono sia effetti reputazionali che effetti distributivi. Se poi la banca centrale è la Bce, gli errori possono

distribuirsi in modo diseguale tra almeno 18 Paesi, i loro contribuenti e i loro politici. Finora la Bce è stata una Penelope schizofrenica: con la politica monetaria vuole riportare il sistema verso la normalità, con la politica di vigilanza nei fatti sabotata questo tentativo. Speriamo guarisca. È per il bene dell'Unione, oltre che per quello della Bce.