

Data Stampa 6901 Data Stampa 6901

Data Stampa 6901 Data Stampa 6901

Banche centrali
**MERCATI,
SERVE
CERTEZZA**di **Lucrezia Reichlin**

La settimana appena trascorsa offre un confronto istruttivo tra le due principali banche centrali del mondo. Giovedì scorso si è riunita la Banca centrale europea. Mercoledì la Federal Reserve americana. In entrambi i casi i tassi ufficiali sono rimasti invariati, ma la reazione dei mercati è stata molto diversa.

Dopo la conferenza stampa di Christine Lagarde, i rendimenti a lungo termine si sono mossi poco. Dopo quella

del nuovo presidente della Fed, Kevin Warsh, i rendimenti dei titoli del Tesoro americani sono invece saliti sensibilmente, ai livelli più elevati degli ultimi vent'anni.

Può sembrare una questione per specialisti. Non lo è. Per un Paese come l'Italia, con un debito pubblico elevato e un'economia che dipende dal costo del credito, capire perché salgono i tassi americani è tutt'altro che un esercizio accademico. I Treasury sono il punto di riferimento della finanza mondiale. Quando il loro

rendimento aumenta, aumenta il costo del capitale ovunque: per gli Stati, per le imprese e, alla fine, anche per le famiglie.

La domanda, allora, non è perché la Fed abbia lasciato invariati i tassi ufficiali. Questo era ampiamente previsto. La vera domanda è perché siano aumentati i tassi che contano davvero: quelli a lungo termine.

Per capirlo bisogna ricordare che una riunione di politica monetaria non serve soltanto a decidere il livello dei tassi ufficiali.

SE LA FED COMUNICA IN MANIERA NON CHIARA LE SUE DECISIONI I MERCATI REAGISCONO MALE

L'INCERTEZZA È NEMICA DELL'ECONOMIA**Trasparenza**

Non consiste nel rivelare ogni dettaglio delle discussioni interne, ma nel rendere comprensibile il ragionamento che guida le decisioni pubbliche

Serve anche a spiegare come la Banca centrale interpreta l'economia e come reagirà ai dati futuri. Sono queste aspettative, molto più del tasso *overnight*, a determinare i rendimenti a lungo termine.

Negli ultimi quindici anni la comunicazione è quindi diventata uno strumento di politica monetaria. Ma comunicare non significa promettere il futuro. Su questo punto la Bce e la Fed sembrano oggi imboccare strade diverse. Da qualche anno Christine Lagarde ha progressivamente modificato il modo di comunicare della Bce. Non cerca più di suggerire quale sarà il livello dei tassi tra sei mesi o un anno. Spiega invece come il Consiglio direttivo legge i dati, quali rischi considera rilevanti e secondo quali principi prende le proprie decisioni. Non promette un risultato; rende trasparente il metodo. Kevin Warsh invece rifiuta il principio della guida dei mercati. Secondo lui, una Banca centrale troppo prevedibile finisce per sostituirsi al mercato. Se gli investitori conoscono già ogni futura decisione della Fed, argomenta, i prezzi finanziari smettono di produrre informazione propria e si limitano a riflettere le indicazioni della Banca centrale. I mercati, in

questa visione, cessano di svolgere la loro funzione di scoperta dei prezzi.

È un argomento interessante. Ma, come ha osservato Robert Armstrong sul *Financial Times*, confonde due tipi di informazione profondamente diversi. È certamente utile che i mercati producano informazione sull'economia: sulla crescita, sull'inflazione, sul rischio di credito o sulla sostenibilità della finanza pubblica. Non c'è invece alcun vantaggio nel lasciare i mercati incerti sul modo in cui la Banca centrale prenderà le proprie decisioni. Al contrario. Se gli investitori comprendono meno come la Banca centrale ragiona, chiedono un rendimento maggiore per detenere titoli a lunga scadenza. In questo caso, i mercati non stanno leggendo meglio l'economia. Stanno semplicemente chiedendo un premio contro l'incertezza.

È questo che rende discutibile la lettura che Warsh ha dato al fatto che, pur senza che la Fed alzasse i tassi a breve, i tassi a lunga siano aumentati — e le condizioni finanziarie irrigidite — a causa della lettura che i mercati hanno fatto della situazione economica. Ma un aumento



dei rendimenti a lunga non è, di per sé, una buona notizia. Tutto dipende da ciò che lo provoca. Se riflette l'aspettativa di una politica monetaria più restrittiva in futuro, il meccanismo di trasmissione funziona. Se invece riflette un maggiore premio per il rischio di inflazione, per la sostenibilità fiscale o, semplicemente, per l'incertezza sulla strategia della Banca centrale, allora l'inasprimento delle condizioni finanziarie è il sintomo di una perdita di fiducia, non di una politica monetaria più efficace.

Qui la discussione esce dalla tecnica monetaria e riguarda un principio più generale.

Michael Woodford, uno dei più autorevoli studiosi di politica monetaria, osserva che il compito di una Banca centrale non è promettere il futuro. È spiegare i principi in base ai quali prenderà le decisioni future. La trasparenza non consiste nel rivelare ogni dettaglio delle discussioni interne, ma nel rendere comprensibile il ragionamento che guida le decisioni pubbliche.

L'analogia è quella di un giudice. Un giudice non anticipa le sentenze dei processi che dovrà ancora decidere. Ma ha il dovere di motivare le proprie decisioni. È questa motivazione che rende il diritto prevedibile senza eliminare la discrezionalità del giudice.

Lo stesso dovrebbe valere per una Banca centrale. La trasparenza non è una tecnica di comunicazione. È un principio di buon governo. Le istituzioni democratiche non devono promettere certezze impossibili. Devono spiegare con chiarezza il metodo con cui esercitano il potere loro affidato.

I mercati possono convivere con l'incertezza sull'economia. È il loro mestiere. Molto più difficile è convivere con l'incertezza sulle regole con cui vengono prese le decisioni pubbliche.

© RIPRODUZIONE RISERVATA