

La politica monetaria della Banca Centrale Europea e la sua trasmissione nell'area dell'euro

Mario Draghi
Presidente della Banca Centrale Europea

Università Bocconi
Inaugurazione anno accademico 2012/2013

Milano, 15 Novembre 2012

I mercati finanziari e le disfunzioni causate alla trasmissione della politica monetaria

L'anno che sta per terminare verrà ricordato non solo per gli effetti che la crisi del debito sovrano europeo ha avuto sull'euro e per il significativo indebolimento dell'economia europea, ma anche per le risposte che a queste sfide sono state date da BCE, dai governi nazionali, dall'Unione Europea.

La artificiale tranquillità dei mercati antecedente la crisi aveva in Europa per lungo tempo permesso politiche economiche sbagliate o semplicemente incoraggiato l'inazione in paesi che avevano profondo bisogno di consolidamento di bilancio e di riforme strutturali. L'esplosione della crisi accresce drammaticamente l'avversione al rischio: le debolezze di questi paesi vengono crudamente identificate; in un contesto di crescita già debole, gli investitori si allontanano, gli spread sovrani iniziano il loro aumento.

Presto la solvibilità dei governi di questi paesi viene messa in discussione e con essa la solvibilità delle istituzioni finanziarie che vi risiedono. All'interno dell'area dell'euro, il denaro circola sempre meno tra banche di paesi diversi. I dubbi sulla sopravvivenza dell'euro nel suo attuale disegno incoraggiano un movimento speculativo che induce ulteriori aumenti negli spread sovrani. Tutti i governi dei paesi più deboli rispondono con politiche di consolidamento di bilancio, all'inizio esitanti, poi sempre più energiche. Ma l'attività economica continua a indebolirsi e gli spread continuano a crescere.

Il che pone l'accento sulla forma che deve avere il consolidamento fiscale "ideale", cioè quello che riduce il deficit e il debito con le minori conseguenze negative sul prodotto di un paese.

L'evidenza prevalente indica che esso deve essere centrato su riduzioni di spesa corrente e non su aumenti di tasse. Anche chi non condivide questa impostazione è però d'accordo sul fatto che è essenziale che il processo sia percepito come credibile, irreversibile e strutturale perché abbia effetto sugli spread sovrani e che le condizioni di stabilità dei prezzi e dei mercati finanziari siano tali da non ostacolare il consolidamento fiscale.

In risposta all'aggravarsi delle condizioni economiche, la BCE ha abbassato i tassi di interesse di riferimento. In circostanze normali, tali riduzioni sarebbero state trasmesse in maniera relativamente uniforme a famiglie e imprese di tutta l'area dell'euro. Ma non è quanto abbiamo riscontrato.

In alcuni paesi, le riduzioni dei tassi sono state trasmesse integralmente. In altri, i tassi sui prestiti bancari all'economia reale sono diminuiti solo di poco o addirittura per nulla. E in altri ancora, sono di fatto aumentati, almeno in qualche caso.

Perché questa difformità? Nell'attività di banca centrale è fondamentale il concetto di "trasmissione della politica monetaria", cioè il processo con cui le modifiche del tasso di interesse di riferimento di una banca centrale vengono trasmesse attraverso il sistema finanziario all'economia reale.

In un sistema che funziona correttamente, vi è una relazione stabile tra le variazioni dei tassi della banca centrale e il costo dei prestiti bancari per famiglie e imprese. Le banche centrali possono così influenzare la situazione economica generale e mantenere la stabilità dei prezzi.

Ma nel sistema finanziario dell'area dell'euro si è verificata una grave frammentazione del mercato finanziario unico. I costi del finanziamento bancario sono molto diversi nei vari paesi. L'accesso al mercato interbancario dell'area dell'euro è stato di fatto precluso a numerose banche e in certi paesi al loro intero sistema bancario. Gli aumenti dei tassi di interesse sui titoli di Stato hanno aggravato i costi di provvista delle banche nazionali e fortemente limitato il loro accesso ai mercati.

Ciò ha reso difficile la trasmissione degli impulsi che venivano da una politica monetaria accomodante attraverso aggiustamenti nei tassi di interesse sui prestiti a famiglie e imprese da parte delle banche. I tassi di interesse non possono e non devono essere identici nell'area, ma non è accettabile che emergano disparità rilevanti a causa della frammentazione dei mercati dei capitali o di una presunta disgregazione dell'area dell'euro. In un'economia come quella dell'area dell'euro,

dove circa tre quarti del finanziamento alle imprese proviene dal settore bancario, le ripercussioni sull'economia reale, sugli investimenti e sull'occupazione sono gravi. La frammentazione del mercato finanziario unico ha indotto una frammentazione della politica monetaria unica.

Per questo motivo, i paesi più esposti alla crisi di fiducia non potevano se non limitatamente avvantaggiarsi dei bassi tassi di interesse: erano entrati in un circolo vizioso.

La crescita economica si contraeva. Le finanze pubbliche peggioravano. Banche e governi si vedevano costretti a corrispondere tassi di interesse ancora maggiori. E il credito e la crescita economica calavano ulteriormente, con un aumento della disoccupazione e una flessione di consumi e investimenti.

Le prospettive per l'economia dell'area dell'euro si facevano sempre più fragili. Si delineavano conseguenze potenzialmente avverse per il mercato unico europeo, in quanto l'accesso ai finanziamenti dipendeva in misura crescente dalla residenza più che dal merito di credito e dalla qualità del progetto.

L'interruzione della trasmissione della politica monetaria ha implicazioni profonde. Mette a repentaglio la politica monetaria unica e la capacità della BCE di assicurare la stabilità dei prezzi in entrambe le direzioni. Ecco perché abbiamo agito.

Ripristinare un'adeguata trasmissione della politica monetaria

Per decidere il tipo di azione appropriato, occorre valutare due aspetti fondamentali. Innanzitutto, dovevamo diagnosticare con precisione il motivo per cui la trasmissione si era interrotta. In secondo luogo, dovevamo individuare lo strumento di politica monetaria più efficace per porvi rimedio, rimanendo sempre entro i limiti del nostro mandato che è quello di preservare la stabilità dei prezzi.

I paesi più colpiti sono quelli dove la politica economica del passato è stata più inadeguata, dove la risposta dei governi all'inizio della crisi è stata più fiacca e

incerta. Spetta ai governi di questi paesi lo sforzo maggiore nella riconquista della credibilità.

Per intensità e rapidità, straordinaria è stata la risposta di tutti questi governi; eppure i tassi di interesse continuavano ad aumentare. Vi era un fattore di paura nelle valutazioni dei mercati che i governi, da soli, non sembravano capaci di fugare.

Si stava producendo una situazione di instabilità sistemica che minava l'eurozona e vanificava la speranza negli effetti positivi delle riforme intraprese per ripristinare la trasmissione della politica monetaria. Occorreva fugare i timori infondati sul futuro dell'euro. Occorreva creare un meccanismo di sostegno credibile in grado di scongiurare scenari catastrofici, il cui esercizio ricadesse nel mandato della BCE.

Le OMT sono state concepite proprio a questo scopo, per ripristinare la trasmissione della politica monetaria.

Le OMT prevedono interventi sui mercati dei titoli di Stato senza limiti prestabiliti ma non incontrollati, né svincolati da condizioni. Questi interventi riguardano le obbligazioni con scadenza residua fino a tre anni. Il segnale agli investitori sull'infondatezza dei loro timori sul futuro dell'area dell'euro è chiaro.

Ma non abbiamo dimenticato qual è l'origine dei problemi del mercato del debito sovrano in Europa. Uno dei presupposti per la conduzione di OMT è che i paesi interessati devono aver negoziato con gli altri governi dell'area dell'euro un programma nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilità (MES) che imponga condizioni rigorose, efficaci e credibili su un orizzonte temporale esteso. In tal modo, i governi si vincolano a continuare le riforme necessarie, anche in uno scenario in cui la BCE interviene. . Il coinvolgimento del Fondo monetario internazionale (FMI), con la sua esperienza nel monitorare programmi di aggiustamento, è un'ulteriore salvaguardia.

Le conseguenze degli interventi della BCE

In primo luogo, le OMT non implicano finanziamenti dissimulati ai governi. I nostri interventi sono stati concepiti proprio per evitare tali esiti. Saranno eseguiti solo sui mercati secondari, in cui sono negoziate obbligazioni già emesse. Qualora si decida di effettuare OMT, saranno acquistati strumenti del debito pubblico presso gli investitori, e non presso i governi. Queste condizioni sono pienamente in linea con il divieto di finanziamento monetario sancito dal Trattato. Inoltre, gli interventi saranno concentrati sulle scadenze più brevi, lasciando margine di manovra alla disciplina di mercato sulle scadenze più estese.

In secondo luogo, le OMT non mettono a repentaglio l'indipendenza della BCE. La BCE continuerà a prendere tutte le decisioni relative alle OMT in piena autonomia. Deciderà se intervenire in base alla propria valutazione della trasmissione della politica monetaria, al fine di salvaguardare la stabilità dei prezzi. Il fatto che i governi debbano attenersi a determinate condizioni, in realtà, proteggerà la nostra indipendenza. La BCE non si vedrà costretta a intervenire a causa di inadempienze da parte della politica.

In terzo luogo, la OMT non generano rischi eccessivi per i contribuenti dell'area dell'euro. Questi rischi si manifesteranno solo se un paese attuassee politiche poco oculate. Ma il programma del MES impedirebbe proprio il verificarsi di tale evenienza. E noi abbiamo affermato in modo inequivocabile che, quando un programma è in fase di riesame, sospenderemo di norma le operazioni, per riattivarle solo in caso di esito positivo. Così la BCE interverrà solo per quei paesi in cui l'economia e le finanze pubbliche seguono un percorso di sostenibilità.

Infine, le OMT non causano inflazione. Le nostre operazioni sono state modulate per far sì che i loro effetti sulle condizioni monetarie siano nulli. Per ogni euro immesso, vi sarà un euro ritirato. In base alla nostra valutazione, il rischio maggiore per la stabilità dei prezzi è allo stadio attuale è associato alla possibilità di un calo dei prezzi in alcuni paesi dell'area dell'euro. In tal senso, le OMT non sono in contrasto con il nostro mandato, ma sono invece indispensabili, affinché possiamo continuare a preservare la stabilità dei prezzi.

Peraltro, non abbiamo evidenza che l'annuncio del programma di OMT si sia riflesso sulle aspettative di inflazione. Le attese di inflazione continuano a essere saldamente ancorate. Ciò testimonia i risultati da noi conseguiti negli ultimi dieci anni sul fronte della stabilità dei prezzi e la credibilità del nostro impegno a preservarli. Disponiamo di tutti gli strumenti necessari per mantenere la stabilità dei prezzi e, in presenza di rischi al rialzo, per riassorbire l'eccesso di liquidità.

Dall'annuncio della possibilità di intraprendere OMT si sono avuti diversi segni di una maggiore tranquillità nei mercati finanziari: la significativa discesa degli spread sovrani, la ripresa dei flussi di capitali da parte dei fondi di mercato monetario degli Stati Uniti che erano cessati da circa un anno, alcune emissioni di obbligazioni sovrane e *corporate* da paesi che avevano perso l'accesso al mercato da quasi tre anni come Irlanda e Portogallo, il completamento dei piani di finanziamento dei tesori Italiano e Spagnolo, il fatto che la quota di debito pubblico italiano detenuta da non residenti sia cresciuta e infine la stabilizzazione dei saldi TARGET-2 che sono la vera misura degli squilibri finanziari ed economici nell'area dell'euro. Infine è di ieri la notizia che il ricorso presso la BCE da parte delle banche di alcuni grandi paesi che versavano in condizioni di provvista difficili è diminuito per il secondo mese consecutivo. È importante capire che la stabilità finanziaria all'interno dell'area dell'euro è nell'interesse di tutti ma in primis dei paesi creditori che hanno le esposizioni maggiori.

Non vi è dubbio che tali miglioramenti non sarebbero stati sostenibili, né lo sarebbero in futuro, senza una straordinaria, persistente e soprattutto strutturale azione di consolidamento dei bilanci pubblici e di riforme strutturali in tutti i paesi dell'area dell'euro.

Il completamento dell'Unione economica e monetaria

Uno sguardo al passato ci aiuta a ricordare gli ostacoli che il processo di integrazione europea ha incontrato finora, e superato.

I mandati di Tommaso Padoa-Schioppa alla Banca d'Italia e alla Commissione europea sono stati contrassegnati da riallineamenti nell'ambito degli Accordi europei

di cambio del Sistema monetario europeo. È risaputo che per Tommaso il problema cruciale risiedeva nel “quartetto inconciliabile”, ossia tassi di cambio fissi, libero scambio, mobilità dei capitali e politiche monetarie nazionali.

La soluzione è stata trovata nella moneta unica.

Oggi vediamo che questa soluzione è incompleta. La crisi ha messo in luce la necessità di portare a compimento l’Unione economica e monetaria.

Insieme ai presidenti del Consiglio europeo, della Commissione europea e dell’Eurogruppo, abbiamo individuato quattro pilastri su cui edificare un’Europa stabile e prospera: un’unione bancaria con un’unica autorità di vigilanza; un’unione fiscale in grado di prevenire e correggere bilanci non sostenibili; un’unione economica in grado di garantire una competitività atta a favorire un’occupazione elevata e, infine, un’unione politica in grado di coinvolgere profondamente i cittadini dell’area dell’euro.

Stiamo compiendo progressi in tutte queste direzioni. Ovviamente non è semplice attuare un progetto così ambizioso. Ma confido che l’Europa, ancora una volta, emergerà rinvigorita dalle difficoltà del momento.

Tommaso era convinto che “una forte valuta richiede una forte economia e una forte politica, non solo una banca centrale forte e autorevole”. La sua convinzione è anche la mia.

La risposta della BCE alla crisi si pone in un rapporto chiaramente definito con il processo di integrazione europea.

Con le nostre misure non convenzionali di politica monetaria abbiamo preservato la funzionalità del meccanismo di trasmissione e, quindi, abbiamo potuto mantenere la rotta ferma sull’obiettivo della stabilità dei prezzi iscritto nel nostro mandato. Si sono sventati esiti potenzialmente rovinosi della crisi; si è guadagnato tempo prezioso ma non infinito.

La BCE però non può sostituirsi all'azione dei governi nazionali né sotto il profilo dell'efficacia della politica economica, né sotto quello della legittimità democratica. In ultima analisi spetta ai governi il compito di dissolvere definitivamente le incertezze che persistono nella percezione dei mercati e nei timori dei cittadini.

L'obiettivo finale è l'unione politica, un'Europa stabile e integrata con un destino comune. Ci vorrà molto tempo, lungo un percorso incerto. Ma nel frattempo sarebbe un errore non agire.

È già stato fatto molto. I governi hanno attuato interventi correttivi dei conti pubblici. Con il *fiscal compact* si è sancito il principio del pareggio di bilancio nelle legislazioni nazionali. Con il MES si è offerta la possibilità di un'assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà, per contenere il contagio della crisi. E alle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE si affiancherà l'unione bancaria, una struttura europea unica di vigilanza bancaria.

È essenziale che tutti i soggetti che contribuiscono all'ampio e articolato percorso di riforma dell'Europa mantengano gli impegni presi. Dobbiamo procedere lungo questa via con calma pragmatismo, chiedendoci quali siano i requisiti minimi per completare l'Unione economica e monetaria. Sono tutti alla nostra portata, comprese le riforme fiscali e le politiche strutturali per la competitività e la crescita.

Lungo il cammino dobbiamo farci guidare dal principio secondo cui nessun paese è legittimato a condurre politiche che danneggino gli altri membri della comunità di cui fa parte. La costruzione di un'architettura istituzionale europea basata su questo fondamento non risponde solamente a un'istanza di responsabilità. Senza la condivisione della sovranità nazionale a livello europeo la stessa sovranità dei singoli Stati è in pericolo.

Questa è la prima lezione della crisi per noi europei. Non si tratta solo di economia e finanza. Possiamo, con Zygmunt Bauman, estenderla ad ambiti assai più ampi.

Bauman ha scritto: "la casa europea non va a detrimento delle culture nazionali, ma provvede a una sorta di tetto comune a tradizioni, valori, differenze locali. E il

paradosso è che ogni singolo paese è molto più a rischio di perdere la sua identità specifica, se si espone senza protezione, cioè senza questo scudo europeo, alle forze globali che sono violentemente e spudoratamente sovranazionali, ignorano i temi e le specificità locali”.

Vorrei concludere con un aneddoto su Tommaso, cui oggi dedichiamo questa cattedra. Come sapete, negli ultimi mesi ho ribadito il principio dell’irreversibilità dell’euro. E questo è proprio il senso di una delle più note arguzie di Tommaso. Nel 2004 parlando dell’ “emu”, che è l’acronimo di Economic and Monetary Union, rilevò che questo è anche il nome di un uccello australiano simile allo struzzo. E aggiunse: “nessuno dei due può andare a ritroso”.