

**FALCHI & COLOMBE**

# LA TERZA VIA DELLA LAGARDE NEL SOLCO DI DRAGHI

di **Donato Masciandaro**  
— a pagina 24

**FALCHI & COLOMBE**

# LA TERZA VIA DELLA BCE NEL SOLCO DI DRAGHI

di **Donato Masciandaro**



**C**on la decisione di ieri la Bce ha scelto tra le tre diverse possibili opzioni di politica monetaria: quella minimalista dei falchi, quella massimalista delle colombe e quella indicata da Draghi nel 2012. Ha adottato l'opzione Draghi: utilizzare subito in modo straordinario gli strumenti disponibili, per perseguire il suo obiettivo: combattere il rischio di una crisi irreversibile dell'euro.

La scelta della Bce di fare un uso straordinario di uno strumento oramai convenzionale come l'attivismo sui mercati finanziari indica che a Francoforte si è finora deciso di non cambiare la rotta che è stata lasciata dal suo passato timoniere Mario Draghi. Una rotta messa in discussione, soprattutto in questi giorni, dall'emergere di due altre rotte, tra loro antitetiche. Sono la versione 2020 delle due opposte visioni su come deve essere definita la condotta ottimale della politica monetaria europea.

Da un lato c'è la strategia del "sommersibile", che è la versione della posizione dei falchi rispetto all'emergere del rischio macroeconomico da coronavirus. Assunto di base: la Bce non deve modificare la sua normale funzione di reazione, ma semplicemente adattarla alla presenza di un evento straordinario e negativo come quello dell'emergere di una pandemia. Ci deve essere un uso pronto, ma normale, di strumenti normali. È una visione minimalista della politica monetaria, anche rispetto al ruolo che essa deve avere nei confronti

della politica fiscale: deve essere minoritario e passivo. Un approccio che possiamo ritrovare nei silenzi di alcuni esponenti del consiglio della Bce, oppure nella posizione individuale inizialmente espressa dal governatore della Banca centrale austriaca, poi rientrata.

Dall'altro lato c'è la strategia dell'"elicottero", che è invece la versione congiunturale e radicale delle posizioni tradizionalmente attribuibili

alle colombe. Assunto di base: la Bce deve radicalmente modificare la sua funzione di reazione, perché l'evento straordinario lo necessita. In termini generali e semplici, occorre che la Bce attui autonomamente una creazione di euro a cui non corrisponda alcuna voce fruttifera nel suo bilancio a favore degli esecutivi, nazionali e/o comunitari, impegnati nella definizione della politica economica necessaria per fronteggiare l'emergenza. È una versione massimalista della politica monetaria, che può avere un ruolo almeno altrettanto importante, preferibilmente in tandem, con la politica fiscale.

Le due posizioni hanno però un tratto comune: disegnano politiche molto propense al rischio, rispetto alla probabilità di innescare una crisi irreversibile dell'euro. La strategia del "sommersibile" sembra sottovalutare il rischio che il minimalismo monetario contribuisca al fallimento delle politiche economiche europee, che aumenterebbe il rischio di una crisi Euro. Ma anche la strategia dell'"elicottero" sembra sottopesare il rischio speculare che la monetizzazione incondizionata delle scelte fiscali produca rischi prospettici, ma non per questo potenzialmente meno rilevanti, di una crisi euro.

La Bce ieri ha scelto una terza via, che può essere ricostruita partendo dalla natura inedita del rischio recessione 2020, che non è comparabile alla recessione



del 2008, quando la miccia fu il settore finanziario, ma neanche alla recessione degli anni 70, quando tutto iniziò per una impennata dei costi, dal lato dell'offerta aggregata. Oggi è diverso: lo shock ha causato una frantumazione dell'offerta aggregata, aggravata da una contemporanea debolezza della domanda. La Banca centrale concentra allora la sua attenzione sullo stato della liquidità, per evitare che la frantumazione dell'offerta aggregata si aggravi ulteriormente, con rischi di *default* di debito privato e pubblico che possano far salire il anche rischio euro.

Al contempo è verosimile che la Banca centrale definisca ora passo dopo passo la sua reazione, tenendo conto della risposta degli esecutivi, sotto due punti di vista. In generale, rispetto alla scelta di politica sanitaria, che implica un dilemma tra azzeramento del virus e rischi recessivi, come ben spiegato dal gruppo di ricerca Covid-19 della Banca d'Italia; poi quale è la scelta in termini di politica fiscale. Date le scelte di politica sanitaria e fiscale, la politica monetaria deve essere attiva e flessibile, per evitare la crisi dell'euro, utilizzando in maniera straordinaria e credibile gli strumenti convenzionali e non convenzionali. È la rotta tracciata da Draghi nel 2012, ma con due incognite in più: il mare è molto cambiato, e anche il timoniere.

© RIPRODUZIONE RISERVATA