

To Taper or not to Taper?

Riflessioni sulla politica monetaria che verrà

Fabio Sdogati

6 dicembre 2013

1. Il problema

Chi ha avuto la forza, fisica e mentale, di seguire la vicenda infinita di questa crisi generata dal settore finanziario e perpetuata dai governi europei di Merkel, Sarkozy, Monti e via austerizzando con la benedizione di Rehn e Barroso, si chiede da anni che cosa le autorità di politica economica, monetaria e fiscale, facciano per far ripartire un'economia bloccata. Ed è pertanto agevole riassumere la storia di queste reazioni:

- i. Le autorità di politica fiscale di tutto il mondo intrapresero nel 2008 piani di spesa in disavanzo di notevolissime proporzioni, allo scopo di generare quella domanda aggregata che il settore privato, famiglie e imprese, e settore estero non riuscivano più a generare autonomamente; e
- ii. Le autorità di politica monetaria avviarono un piano di aumento della base monetaria e di compressione mai prima vista dei tassi di sconto con l'obiettivo dichiarato di contribuire alla caduta del costo dell'approvvigionamento per le banche e quindi, immagino si immaginasse, per le famiglie e le attività produttive.

Come sia andata a finire è noto: già nel 2009 i governi europei cambiarono religione, passando dalla buona teoria economica che ci aveva dato sessant'anni di crescita postbellica sostanzialmente ininterrotta alla 'teoria', sorta dalle ricerche empiriche di Rogoff e Reinhart, i cui risultati sono risultati errati alla luce del lavoro di ricercatori universitari, del sacrificio e dell'austerità che tanto si addice a coloro che Paul Krugman chiama "Very Serious People". D'altro canto, la politica monetaria ha mantenuto fino ad oggi il suo carattere fortemente espansivo, talmente espansivo che mi chiedevo già nella primavera del 2012 "Perché questa alluvione di liquidità?"¹ (www.scenarieconomici.com). Rispondevo allora notando che tanta abbondanza di liquidità non veniva usata dalle banche per finanziare la ripresa del settore reale dell'economia, e ne concludevo che essa veniva ammassata (hoarded) per tenersi pronte a finanziare le privatizzazioni che i governi si apprestavano a fare per ottemperare al dictum, emesso nel marzo 2012, del 'fiscal compact'.

¹ L'articolo "Perché questa alluvione di liquidità?" è disponibile su www.scenarieconomici.com: <http://goo.gl/A8gdDk>

Ma: e negli Stati Uniti, dove da privatizzare c'è poco? Come verrà riassorbita la gran massa di liquidità già presente nel sistema – e quella che si continua ad aggiungere? Il tema non è banale, come dimostra quanto è avvenuto sui mercati finanziari nell'estate appena trascorsa, quando essi presero sul serio l'annuncio, ovviamente dato in una conferenza stampa, secondo cui la riduzione dello stimolo monetario avrebbe potuto aver inizio se non ad agosto certamente ad ottobre. I tassi di interesse salirono immediatamente, i dollari impiegati in attività emesse dai governi dei paesi ad economia emergente e dalle imprese private ivi localizzate rientrarono precipitosamente in patria per sfruttare quelle nuove, più alte remunerazioni, l'euro si rafforzò fino a chiedere 1,36 dollari....quando tutti ci saremmo aspettati il contrario!

(Temporaneamente) stanco di denunciare le responsabilità che hanno le persone per bene per aver generato tanta disoccupazione, tanta sofferenza, tanta emigrazione, per aver ucciso le speranze di (almeno) una generazione, ho pensato che sarebbe stato interessante guardare al futuro e porre il quesito che deve preoccuparci in questo momento più di ogni altro: come verrà riassorbita la liquidità presente nel sistema? Janet Yellen, che sostituirà Ben Bernanke alla presidenza della FED in gennaio, ha dichiarato durante la sua audizione in Congresso che “alla fine, [tutta questa liquidità] verrà riassorbita dalla crescita economica”.

Alla fine. Bene. Ineccepibile. Quando la produzione di beni e servizi aumenta, la domanda di moneta aumenta anch'essa, e dunque l'eccesso di offerta presente nel sistema verrà 'riassorbito' nel senso che la quantità offerta corrisponderà a quella che il pubblico vorrebbe detenere. Bene.

E tra adesso e 'la fine'? Tutti immobili ad aspettare che 'il mercato' si metta finalmente a lavorare per la tanto sospirata ripresa? Ovviamente no. Le banche centrali si interrogano, i giornali si agitano, i governi dell'Europa continentale, quella colpita dalla crisi, continuano a tagliare spese e aumentare il prelievo. E certamente, tra tutti, non è certo la FED a rimanere immobile. Già dalla primavera scorsa.

2. Innanzitutto, che cosa intendiamo dire quando diciamo che c'è tanta liquidità nel sistema?

2.1. *Il meccanismo di creazione del credito*

Si sente spesso dire che le banche commerciali siano delle aziende che prendono a prestito da chi ha fondi in eccesso e trasferiscono poi quei fondi a chi ne fa domanda (e ne abbia 'merito', ovviamente). Ciò è del tutto falso. I fondi raccolti tra chi ne ha in eccesso vengono depositati dalle banche commerciali sul conto corrente che esse hanno presso la banca centrale, e vanno a costituire la 'riserva'. L'esistenza di questa riserva consente alle banche commerciali di creare credito, che esse sono autorizzate a creare in proporzione all'ammontare delle riserve stesse. Di fatto, la banca centrale regola la proporzione tra ammontare delle riserve e ammontare del credito

legittimamente erogabile decidendo quale sia il tasso di riserva obbligatoria, e cioè il rapporto tra depositi e credito erogato. Il sistema sommariamente descritto viene detto 'a riserva frazionale', per indicare il fatto che la riserva è sempre una frazione dell'ammontare del credito erogato.

2.2 *Dalla base monetaria all'offerta di moneta*

L'ammontare di riserve detenute dalle banche commerciali presso la banca centrale costituisce, insieme all'oro da essa detenuto, dai diritti speciali di prelievo emessi dal Fondo Monetario Internazionale e alle riserve in valuta estera, la gran parte della 'base monetaria', o 'moneta ad alto potenziale'. Quest'ultima espressione è particolarmente adatta a mettere in evidenza che ciò che va nel bilancio della banca centrale ha il potenziale di 'creare moneta' o, per dirla come io preferisco, creare *credito*.

Consegue da quanto sopra che una banca centrale che volesse stimolare la creazione di credito da parte delle banche commerciali dovrebbe 'semplicemente' espandere la base monetaria. Ma qui sorge il problema: chi garantisce che una maggiore base monetaria si tradurrà in maggior credito alle famiglie e alle imprese?

La risposta, ovviamente, è: nessuno. In un sistema di mercato del tipo che vige nei paesi ad alto reddito pro capite, le banche commerciali non possono essere obbligate ad erogare credito, come ben si è visto in occasione delle due immissioni di liquidità da 500 milioni di euro ciascuna operate da parte della BCE: in entrambe le occasioni i fondi furono impiegati in parte per acquistare obbligazioni emesse dai rispettivi governi nazionali, e in parte ri-depositati presso i conti correnti che le banche commerciali detengono presso la BCE, conti che al tempo pagavano un rendimento dello 0,75%.... contro l'1% che le banche avevano pagato per accedere a quei 1.000 miliardi!!

Questa è esattamente la storia della politica monetaria anti-crisi adottata da tutte le banche centrali dei paesi ad alto reddito pro capite già immediatamente dopo il manifestarsi della crisi nell'agosto 2007. Con quali risultati? Ovviamente, è impossibile rispondere a questa domanda con 'i dati', poiché non possiamo sapere che cosa sarebbe avvenuto se le banche centrali fossero rimaste a guardare senza espandere la quantità di liquidità a disposizione delle banche commerciali.

3. L'ultima forma di espansione della liquidità: Quantitative Easing 3

3.1 *Gli effetti cumulati di QE1, QE2 e QE3*

Abbiamo già detto di come, da quell'agosto 2007 nel quale il mondo finanziario entrò in crisi conclamata la FED, così come tutte le altre banche centrali dei paesi ad alto reddito pro capite, adottò politiche monetarie fortemente espansive. Le forme sono state diverse (per gli amanti degli

acronimi Quantitative Easing 1 (QE1), poi QE2, infine QE3). Qui ci occupiamo specificamente di QE3, e della sua scomparsa prematuramente annunciata proprio dai suoi stessi fautori – il ‘tapering’ nel titolo.

Annunciato nell’autunno 2012, il terzo ciclo di espansione monetaria si caratterizza per la sua forma particolare, non discussa nei libri di testo e mai prima vista a memoria d’uomo (o di donna): quella dell’acquisto da parte della FED di 45 miliardi di dollari di obbligazioni governative e di 40 miliardi di dollari di obbligazioni emesse dal settore delle costruzioni e delle abitazioni residenziali. (Mortgage Backed Securities, MBS). Ogni mese. Preannunciato. L’annuncio di questa politica provocò grande sorpresa perché, per la prima volta nella sua storia, una banca centrale annunciava esplicitamente quale sarebbe stata la propria politica nei mesi, e forse negli anni, a venire, e delineava esplicitamente che tale politica sarebbe stata seguita fino a quando non si fosse raggiunto un livello del tasso di disoccupazione che, seppur non dichiarato esplicitamente, avrebbe dovuto essere ‘sostenibile’.

Più analiticamente, possiamo suddividere gli effetti di politiche monetarie genericamente espansive, e di QE3 in particolare, sul mercato finanziario e sul mercato delle attività reali.

3.2 Effetti sui mercati finanziari

Esiste un largo consenso sull’ipotesi secondo cui questi effetti sono stati ampiamente positivi. La spiegazione è molto semplice: portando sul mercato domanda aggiuntiva netta, QE3 ha contribuito a tenere alti i prezzi delle obbligazioni e, quindi, bassi i rendimenti. Il che ha generato un aumento parallelo della domanda di capitale. Ora, occorre che sia ben chiaro che quando una banca centrale entra sul mercato e annuncia che ogni mese contribuirà a sostenere direttamente la domanda di buoni del tesoro e di obbligazioni del settore immobiliare (Mortgage-Backed Securities), il prezzo di quei titoli aumenterà certamente, data l’offerta: e i loro rendimenti scenderanno di converso. Il messaggio per i mercati obbligazionari è dunque molto chiaro, ma altrettanto chiaro è quello per i mercati azionari: i quali, infatti, a fronte della caduta dei rendimenti delle obbligazioni, fanno festa ininterrottamente da un anno, visto che i prezzi dei titoli azionari continuano a salire.

3.3 Effetti sull’economia reale

In questo caso non solo non si ha consenso, si hanno addirittura due valutazioni radicalmente opposte. Da un lato vi è chi sostiene che le politiche monetarie espansive hanno avuto un effetto quantomeno di ‘contenimento’ della recessione, nella misura in cui le autorità monetarie hanno consentito alle banche commerciali di rifinanziarsi a tassi praticamente nulli o, e questo è QE3, di

finanziarsi direttamente vendendo alla banca centrale i titoli di stato e le MBS che hanno in portafoglio.

Dall'altro lato vi è chi, come chi scrive, ritiene che tale effetto, ammesso che qualcuno possa provare che vi sia stato, è stato incomparabilmente più modesto, in modulo, del disastro generato dalla combinazione credito-facile-alle-banche, no-credito-alle-attività-produttive. Definire questa combinazione 'disastrosa' non è un'esagerazione, come dimostra da un lato il tasso a cui le imprese falliscono o chiudono, licenziano o usano la cassa integrazione e, dall'altro, la caduta mai vista prima del tasso di partecipazione della popolazione residente alle attività produttive –quel fenomeno che fino a qualche tempo fa veniva definito, correttamente, del 'lavoratore scoraggiato' dall'impegnarsi attivamente nella ricerca di una nuova occupazione dopo essere stato espulso dalla precedente. Su cosa sia possibile fare per eliminare questa combinazione fatale torniamo nel paragrafo conclusivo.

4 Tapering: possibili ragioni a sostegno della decisione

A partire dalla primavera scorsa il verbo 'to taper' ha assunto in economia un significato molto preciso: con esso ci si riferisce alla progressiva riduzione dello stimolo monetario annunciato dalla FED oltre un anno fa. Dunque, in termini operativi, alla riduzione più o meno graduale degli ammontare di titoli di stato (ripeto, 45 miliardi di dollari al mese) e di Mortgage Backed Securities (40 miliardi di dollari al mese).

La prima domanda che viene in mente, ma che non si incontra spesso nel dibattito pubblico, è: *perché?* A che cosa serve una misura simile? Quali sono i pericoli che correrebbe l'economia Usa, e con essa quella di tutto il mondo, se non la si adottasse? Che cosa è cambiato tra l'autunno 2012 e la primavera 2013 per giustificare questa che, pur non essendo una inversione di direzione della politica da espansiva a restrittiva, costituisce comunque un rallentamento dell'espansione? E la seconda domanda è: quali ne saranno gli *effetti?*

4.1 *Ragione n. 1. Il timore atavico dell'inflazione che 'prima o poi rialzerà la testa'?*

Nel 2008 combattevo già contro coloro che annunciavano che le politiche monetarie espansive adottate dalle banche centrali avrebbero creato inflazione. E cercavo di spiegare che l'inflazione non è cosa che si veda quando i tassi di disoccupazione crescono come avevano cominciato a crescere allora. E che per cinque anni *almeno* inflazione non se ne sarebbe vista, nei paesi ad alto reddito pro capite. Bene, la storia non ha contraddetto la buona teoria economica. Finora.

Ma forse la FED teme che vi siano ora le condizioni perché l'inflazione possa 'rialzare la testa'? Si ritiene forse che un passo di disoccupazione di poco superiore al 7% sia il nuovo 'tasso naturale', quello al di sotto del quale le imprese cominciano ad aumentare i prezzi anziché le quantità prodotte?

Impossibile dire se gli organi politici della FED pensino in questo modo, ovviamente. Ma certo la decisione di *taper* è coerente con questa visione.

4.2 *Ragione n. 2. È ora di tornare a beneficiare il consumatore americano con un dollaro forte?*

Da decenni e decenni ormai gli Stati Uniti sono quello che altrove ho chiamato "il consumatore di ultima istanza". La crisi iniziata nel 2007 ha spazzato via tutti i toni moralistici di chi si lamentava che i residenti Usa consumavano 'al di sopra delle proprie possibilità', una concezione assurda dell'*homo oeconomicus* che dovrebbe sostanzialmente limitarsi a 'soddisfare i propri bisogni'. Ma il consumatore non ha bisogni, o se ne ha essi sono poca cosa davvero rispetto ai suoi desideri: i quali sono infiniti. Punto.

Ora l'economia Usa è tornata a crescere. Certo, non ai tassi dei tempi d'oro pre-crisi, ma cresce. Al contrario dell'Europa austera. E un dollaro in apprezzamento rispetto a *tutte* le altre valute contribuirebbe ad assegnare di nuovo agli Usa quel ruolo di motore dell'economia mondiale spinta dalla domanda interna che era loro proprio fino al 2007. Sì, questa potrebbe una ragione per ridurre il tasso di crescita della base monetaria. Che, ovviamente, non leggeremo nel Beige Book o nelle minute del Federal Open Market Committee.

4.3 *Ragione n. 3. È ora di cominciare a rimettere sotto controllo il sistema delle banche?*

Quando si trattò di gestire la fase iniziale della crisi del credito, il legislatore statunitense si mostrò assai più determinato e aggressivo di quanto non sarebbero stati gli europei. In effetti, la gestione della crisi negli Stati Uniti fu decisa e assunse tre forme diverse: alcune banche vennero forzate ad acquistarne altre sostanzialmente fallite; altre vennero lasciate fallire; AIG, la più grande società privata di assicurazione al mondo, venne nazionalizzata.

Ma da allora le banche si sono riprese grandi gradi di libertà: si pensi allo scandalo del Libor, un tasso di riferimento per transazioni per migliaia di miliardi di dollari ed euro artificialmente fissato dalle banche e non lasciato al 'mercato'; o a quello degli accordi tra banche per indirizzare il mercato dei cambi a proprio favore; o, ancora, alla muraglia eretta dalle banche contro la proposta di chi, come Paul Volcker, vuole reintrodurre una forma di separatezza tra banche commerciali e banche di investimento a garanzia dei risparmiatori, delle imprese, e della stabilità complessiva del sistema.

Rallentare il tasso a cui le banche possono finanziarsi vendendo direttamente alla FED titoli del tesoro e MBS rappresenta una forma, seppur molto blanda, di riduzione della libertà che esse hanno oggi di accedere a masse di liquidità enormi, e a costi bassissimi.

5 Tapering: i possibili effetti

Gli effetti del *tapering* sono potenzialmente molto pericolosi per la stabilità dell'economia mondiale. Con questo giudizio non mi sto esprimendo contro la sua adozione né, allo stesso tempo, a favore della continuazione indefinita di QE3: è troppo presto per prendere delle posizioni nette, e sembra esserlo per chi scrive come per le autorità di politica economica. Vediamo in che senso.

5.1 *Gli effetti dell'annuncio della nuova politica, marzo-novembre 2013*

Il 3 aprile 2013 il Financial Times pubblica un articolo dal titolo "Fed member hints at summer slowing of QE3". Dopo aver enfatizzato che ad esprimere questa valutazione è quello stesso presidente della FED di San Francisco che nell'estate 2012 era stato uno dei più convinti sostenitori della necessità di avviare QE3, l'articolo riporta la stima dello stesso secondo cui i miglioramenti in vista sul mercato del lavoro sono tali che il *rallentamento degli acquisti di titoli del tesoro e MBS* avrebbe potuto cominciare già in estate.

Il mese successivo il presidente della FED di Boston, anch'egli fervente sostenitore di QE3 nel 2012, sposta l'attenzione dal rallentamento dell'acquisto al problema della vendita da parte della FED, vendita che, prima o poi, dovrà avvenire, a meno che la FED non decida di tenersi quei titoli a bilancio fino a maturità. Ed è proprio quest'ultima la posizione a cui il presidente della FED di Boston è favorevole.

Infine, il 21 maggio è il presidente stesso della FED che, in una testimonianza in Congresso, afferma che il *tapering* potrebbe cominciare presto, ma in ogni caso tempi e dimensioni della riduzione dipenderanno dai dati economici che via via si renderanno disponibili.

I risultati NON dell'inizio del *tapering*, ma semplicemente dell'annuncio della possibilità che esso potrebbe cominciare 'presto', ha effetti immediati sui mercati finanziari. Il rendimento dei titoli governativi americani sale immediatamente in maniera assai sensibile, e tornerà indietro solo poco e molto lentamente. Il mercato azionario reagisce in maniera molto negativa, a parere di chi scrive in maniera molto esagerata rispetto al significato economico della manovra, ammesso che essa sia effettivamente in vista.

Parallelamente, gli effetti sul resto del mondo sono molto marcati: i prezzi di obbligazioni e azioni denominate nella valuta dei paesi ad economia emergente, la luce degli occhi degli investitori per dieci anni consecutivi, cominciano a cadere immediatamente, le banche riportano negli Stati Uniti volumi importanti di dollari precedentemente allocati in quei paesi, le valute degli emergenti si

deprezzano quasi tutte e in maniera disomogenea. Sembrerebbe che il solo annuncio della possibilità che il *tapering* potrebbe essere avviato sia sufficiente a chiudere il decennio d'oro degli investimenti nei paesi ad economia emergente.

Ora, che le aspettative giochino un ruolo centrale nel processo decisionale è cosa nota; ma che esse cambino tanto rapidamente, giorno dopo giorno a seconda di come procede il dibattito sul *taper-or-not-to-taper*, è un'esperienza se non nuova, fuori dall'ordinario. Si arriva al punto che il mercato azionario cresce quando si verifica la difficoltà del governo americano a continuare a offrire i servizi che generalmente offre a causa delle posizioni espresse dall'estrema destra repubblicana: di fronte ad un governo bloccato, a centinaia di migliaia di dipendenti pubblici mandati a casa, il mercato azionario esulta perché tutto ciò rende meno probabile l'avvio del *tapering*. E così lo vedremo esultare quando la candidatura Yellen alla presidenza della FED comincia ad essere accettata dal Congresso perché ritenuta più favorevole al posponimento dell'inizio del *tapering* di quanto non sarebbe stato, forse, il candidato alternativo Summers.

5.2 *L'importanza dell'andamento dell'economia, dicembre 2013*

Nel programmare la scrittura di questo pezzo ho fatto in modo di arrivare a questo punto, esattamente il punto sul quale il lettore ha il suo sguardo ora, immediatamente o subito dopo la pubblicazione dei dati sulla creazione di nuovi posti di lavoro negli Usa nel mese di novembre. Bene: dato migliore delle attese, una delle due sole volte in cui si sono avuti aumenti così buoni per due mesi consecutivi, tasso di disoccupazione in caduta al 7,0%, la situazione migliore dal 2008. Ottimo.

E allora, il *tapering*? Si comincia domattina? Il mercato del lavoro sta mandando quel segnale che il presidente della FED di San Francisco prima e lo stesso Bernanke avevano detto che avrebbe dato il via libera?

No. Questi segnali offrono supporto alle parole di Janet Yellen riportate all'inizio di questo articolo. Ha ragione Janet Yellen, non c'è bisogno di cambiare direzione politica. Ma il 17-18 dicembre si riunisce il Federal Open Market Committee, e vedremo quanta paura metterà ai suoi membri la crescita economica del loro paese. I quali non dovranno dimenticare che la sola minaccia di *tapering* ha causato non pochi problemi all'economia mondiale, come si è visto.

6. A mò di conclusione

- i. La politica monetaria Usa è fortemente espansiva dal settembre 2007;
- ii. La forma più recente di questa espansione, nota come QE3, consiste nell'acquisto di titoli del debito pubblico e di MBS da parte della banca centrale;

- iii. L'annuncio, in primavera, che essa potesse diventare meno aggressivamente espansiva, il *tapering* appunto, ha generato immediati aumenti dei tassi e forte volatilità dei mercati azionari;
- iv. L'effetto sui mercati dei paesi ad economia emergente è stato molto negativo, con deprezzamenti delle valute locali e rientro verso gli Stati Uniti dei capitali in dollari;
- v. Tutto ciò implica che l'effettiva attuazione del *tapering* potrebbe causare problemi oltremodo seri all'economia mondiale;
- vi. Peraltro, l'alternativa al *tapering* è che l'economia Usa riprenda a buon ritmo relativamente presto;
- vii. I dati sul mercato del lavoro, pubblicati il 6 dicembre, sembrano indicare che la ripresa è avviata e che presto la domanda dei consumatori tornerà a costituire il motore della crescita;
- viii. Il 17 e 18 dicembre il FOMC si riunirà e certamente discuterà di questa nuova situazione. Se il Comitato assumesse la posizione che era del presidente della FED di San Francisco e dello stesso Bernanke, l'avvio di una lunga fase di *tapering* non sarebbe improbabile;
- ix. Ma se i membri del FOMC terranno presente i danni che già il solo annuncio della possibilità che il *tapering* potesse iniziare in estate ha causato all'economia mondiale, allora è altamente probabile che l'inizio dell'operazione venga rimandato;
- x. Il *tapering* rimarrà come una spada di Damocle sulla testa dei mercati probabilmente per molto tempo, ma è probabile che soltanto segnali forti di pressioni inflazionistiche condurranno la gestione Yellen a realizzarlo;
- xi. Concludo da tutto ciò che la festa per i mercati azionari non è ancora finita. E che forse il sogno della crescita dei paesi ad economia emergente non è finito neanche esso.