


 Identificativo: SS20080520001KAA
 Data: 20-05-2008
 Testata: IL SOLE 24 ORE
 Riferimenti: PRIMA PAGINA



 Pag. 1
  Pag. 9

SCELTE MONETARIE

Le opposte scommesse dei banchieri centrali

Guido [Tabellini](#)

di Guido [Tabellini](#)

Fino a un anno fa, i banchieri centrali potevano vantarsi con soddisfazione di come la politica monetaria fosse diventata noiosa. Vi era una "best practice" seguita da quasi tutte le autorità monetarie e ampiamente condivisa. Eventuali controversie riguardavano sfumature tecniche rilevanti solo per gli addetti ai lavori. Poi è arrivata la crisi del credito, e tutte le certezze si sono dissolte. Ora si aprono nuovi dilemmi, e le diverse Banche centrali hanno imboccato strade opposte. Tra qualche anno, forse, scopriremo chi ha avuto ragione e chi ha sbagliato.

Un primo interrogativo è quale sia l'obiettivo prioritario: inflazione o crescita? La Federal Reserve americana ha scelto la crescita. Per timore della recessione, in pochi mesi ha fatto scendere il tasso di interesse al 2%, due punti sotto il tasso d'inflazione. La scommessa è che il rallentamento ciclico porrà comunque freno all'incremento dei prezzi, nonostante lo shock delle materie prime energetiche e agricole, e sebbene le aspettative di inflazione abbiano rialzato la testa, soprattutto (ma non solo) a breve termine. È una scommessa che non tutti condividono. Paul Volcker, l'artefice della disinflazione degli anni 80, ha affermato che questi mesi gli ricordano i primi anni 70. Anche allora lo shock petrolifero fu accompagnato da un aumento dei prezzi agricoli, dalla debolezza del dollaro, da una politica monetaria espansiva per contrastare la recessione. Il risultato fu un decennio d'inflazione.

La Banca d'Inghilterra ha fatto la scelta opposta: sta tenendo i tassi d'interesse al 5% (due punti sopra il tasso di aumento dei prezzi) perché vuole che l'inflazione scenda verso l'obiettivo del 2%, pur nella consapevolezza che l'economia inglese rischia di finire in recessione, spinta dalla stretta creditizia, dalla caduta dei prezzi delle case e dai rincari del greggio. La situazione dell'economia inglese non è ancora grave come quella americana, eppure il contrasto tra gli orientamenti delle due Banche centrali è fortissimo. Lo stesso governatore Mervyn King ha sottolineato che la Banca d'Inghilterra «non ha ceduto alle sirene che insistevano per far scendere i tassi altrettanto rapidamente di altre Banche centrali». Anche la Bce è allineata sulle posizioni inglesi, ma questo è più scontato perché la crescita dell'area euro per ora rimane relativamente sostenuta.

Continua u pagina 9

Una seconda questione riguarda gli indicatori di politica monetaria. La dottrina monetarista suggeriva di tenere d'occhio gli aggregati monetari, per evitare che una loro crescita eccessiva surriscaldasse l'economia. Questa visione è poi stata sostituita da una nuova ortodossia: la quantità di moneta non ha alcuna relazione stabile con l'attività economica, e le Banche centrali devono scegliere il tasso d'interesse guardando alle aspettative di inflazione e alla crescita, e senza preoccuparsi di ciò che capita alla quantità di moneta. La crisi sul mercato del credito ha di colpo rivalutato le vecchie idee monetariste. Non nel senso di tenere sotto controllo la quantità di moneta, bensì di contrastare una crescita troppo rapida degli aggregati creditizi. La crisi di questi mesi è stata alimentata da un aumento eccessivo della leva finanziaria, cioè del credito. Se le Banche centrali vi avessero prestato attenzione, forse oggi non saremmo nei guai. In questo bisogna dare atto alla Bce, che ha sempre affermato di dare importanza alla quantità di moneta. In passato sbeffeggiata dagli economisti perché troppo fedele ai feticci monetaristi, ora invece la Bce appare più saggia delle altre Banche centrali.

Questo punto è legato a un altro interrogativo: cosa deve fare la politica monetaria se vi è il sospetto di una bolla speculativa su qualche mercato? La risposta delle Banche centrali è sempre stata: reagire agli effetti macro della bolla (su inflazione e crescita), senza però spingersi a cercare di farla scoppiare. Secondo i critici, è un atteggiamento troppo accondiscendente. Se davvero si è convinti che i prezzi di mercato siano distorti da una bolla speculativa, perché limitarsi a raccogliere i cocci? Non sarebbe meglio agire prima che arrivi il disastro e far scoppiare la bolla? I banchieri centrali opponevano due risposte: primo, è difficile identificare le bolle; secondo, non vogliamo destabilizzare l'economia aggregata pur di farle scoppiare. Ma i danni inflitti dalla bolla sul mercato immobiliare stanno inducendo a qualche ripensamento. Soprattutto, gli strumenti a disposizione delle autorità monetarie non sono solo i tassi d'interesse. Anche la Fed ora ammette che avrebbe dovuto contrastare la speculazione con una regolamentazione più severa.

Un quarto problema è fino a che punto le autorità debbano spingersi per offrire liquidità ai mercati. Inizialmente alcune Banche centrali sono state troppo restie, precipitando la crisi. Ora vi è il timore opposto, che i portafogli delle autorità monetarie si siano riempiti di titoli di dubbia qualità. È difficile trovare il giusto equilibrio tra sostenere la liquidità ed evitare un salvataggio indiscriminato di chi ha sbagliato, a spese dei contribuenti. Questi interrogativi hanno anche un risvolto politico. La delega della politica monetaria a una burocrazia indipendente presuppone che le decisioni di "policy" siano guidate da criteri tecnici e da una conoscenza consolidata della materia. Se invece si aprono quesiti più ampi e incerti, è probabile che la politica sia tentata di riappropriarsi delle decisioni. È istruttivo osservare cosa è successo in seguito al salvataggio di Bear Stearns. Alcuni deputati americani hanno chiesto alla Fed di riservare un trattamento di favore anche ai prestiti per gli studenti, consentendo alle banche di scambiare questi prestiti contro i più sicuri titoli di Stato. E la Fed ha prontamente obbedito. Il prossimo passo, in cui alla Banca centrale verrà chiesto di aiutare imprese o settori che stanno a cuore ai politici, non è molto lontano.

Guido [Tabellini](#)

[Torna alla lista titoli](#)

Il coraggio di una deroga per i contratti nel Sud di Guido Tabellini Il dramma dei rifiuti è il simbolo dei problemi che ancora attanagliano il Mezzogiorno, ma non solo. I...



 **Stampa**