

LA CHIAVE MONETARIA PER USCIRE DALLA CRISI

di **PIERPAOLO BENIGNO**

BERNANKE conosce bene come uscire da una deflazione. Le deflazioni hanno sempre una soluzione: stampare moneta. Le incertezze trapelate dall'ultimo comitato della banca centrale americana ci fanno intendere che il problema è convincere il resto dei governatori e in particolare quei falchi che si ispirano alle teorie monetariste della scuola di Chicago.

C'è un bellissimo discorso di Bernanke del novembre del 2002 (Deflazione: facciamo in modo che non accada qui) che è tanto illuminante sugli strumenti a disposizione per prevenire e combattere una deflazione, quanto scarsamente profetico sulla robustezza del sistema finanziario americano. Su quest'ultimo punto, saranno gli anni seguenti a smentirlo e a scandire passo dopo passo la fragilità del sistema finanziario americano fino a condurre le economie mondiali verso la più grande crisi del dopoguerra.

Bernanke così racconta la cura per la deflazione. Se uno scienziato scoprisse come produrre oro senza alcun costo, il giorno stesso della scoperta il prezzo dell'oro crollerebbe relativamente a quello degli altri metalli preziosi e beni. In una deflazione i prezzi sono troppo bassi. Quando si parla di prezzi ci si riferisce implicitamente a prezzi relativi espressi in un'unità di conto, la moneta. Se i prezzi dei beni sono troppo bassi significa che il denominatore cioè il prezzo dell'unità di conto, la moneta, è troppo alto. Per uscire dalla deflazione, il prezzo della moneta si dovrebbe abbassare relativamente a quello degli altri beni. Senza bisogno di alcuna alchimia, la banca centrale ha a disposizione lo strumento per produrre moneta a costo zero: è sufficiente stamparla per aumentare la quantità in circolazione e ridurre il prezzo.

Date queste premesse, il discorso prosegue descrivendo con gradualità tutti gli strumenti che possono essere utilizzati per uscire da una deflazione: dal portare i tassi d'interesse a zero, all'acquisto dei titoli di Stato a lunga maturità, agli interventi diretti nei mercati creditizi tutto ciò che finora abbiamo visto - al punto di arrivare a quello che definirei il piano X. Il piano X prevede, come aveva suggerito ai suoi tempi Keynes, di stampare moneta e di nascondere in tante buche affinché la gente la possa scovare.

Come tradurre il piano X in una versione moderna? Il nodo principale della crisi è nella caduta del prezzo delle case che scendendo sotto il valore del mutuo rende più conveniente non ripagare il mutuo stesso. Con il default sui mutui, tutti i titoli strutturati collegati perdono di valore. Le sofferenze del sistema bancario aumentano con gli annessi problemi per l'economia reale. Per evitare questo circolo vizioso, la banca centrale e il governo sono intervenuti a monte con l'obiettivo di tamponare la caduta dei prezzi delle case. Gli ultimi dati mostrano che la discesa potrebbe non essere finita.

Il piano X prevede invece di agire sui mutui anziché sul prezzo delle case. Si tratta di liberare gli americani dai loro debiti, rinvigorire i consumi e la domanda aggregata. L'unica istituzione che può farlo, senza alcun costo e da un giorno all'altro, è la banca centrale. È sufficiente che stampi moneta e la usi per pagare i mutui. Da un giorno all'altro i creditori e debitori risolverebbero tutti i loro problemi. Anche i titoli strutturati sui mutui riprenderebbero valore e non ci sarebbero più titoli tossici.

Portando il ragionamento al limite, la banca centrale potrebbe fare ancora di più: estinguere tut-

to il debito privato americano. Imprese, famiglie e banche si libererebbero dai loro debiti e riprenderebbero ad investire e consumare. Non ci sarebbe più carenza di domanda. Ci sarebbe invece eccesso di domanda e inflazione? Non necessariamente, per cinque motivi. Primo, l'incremento di ricchezza finanziaria verrebbe speso solo con gradualità nel tempo.

Secondo, si partirebbe comunque da un'economia con un elevato tasso di disoccupazione che frenerebbe eventuali eccessi di domanda. Terzo, la banca centrale sarebbe in grado di controllare la domanda aggregata e l'inflazione muovendo appropriatamente il tasso d'interesse. Le banche centrali sono gli unici agenti economici che possono decidere simultaneamente prezzi e quantità.

La quantità, regolando l'offerta di moneta. I prezzi, regolando il tasso d'interesse. Una volta estinti i debiti con la moneta, se ci fosse un eccesso di domanda di beni, ci sarebbe sempre un tasso d'interesse tale da eliminare quell'eccesso di domanda e da condurre in equilibrio domanda e offerta a prezzi stabili. Quarto motivo: sempre per frenare eventuali eccessi di domanda si potrebbero alzare temporaneamente le tasse sul consumo. Quinto motivo. Ci sarebbero tutte le condizioni per attuare un piano credibile di rientro dagli elevati deficit pubblici di cui non ci sarebbe più bisogno per stimolare l'economia.

Un paese depurato dal fardello dei debiti privati e pubblici attirerebbe capitali dall'estero rafforzando il dollaro. Apprezzamento del dollaro e au-

sterità fiscale raffredderebbero ulteriormente eventuali eccessi di domanda.

Le deflazioni non devono quindi spaventarci, hanno sempre una soluzione. In questo momento chi ha in mano il timone del dollaro ha in testa quella soluzione. Caro prof. Bernanke, ora bisogna convincere gli altri.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA