

LE ANALISI DEL SOLE

I LIMITI DEGLI INTERVENTI MONETARI

Fed, una politica a luci e ombre

di **Pierpaolo Benigno**

La Fed ha deluso chi sperava in una nuova manovra di allentamento quantitativo, il QE3, ma ha preso atto della gravità della situazione economica promettendo tassi bassi fino al 2013. Questa è una risposta ancora incompleta alla domanda chiave che i mercati si pongono in questi giorni: c'è ancora un margine di azione nelle politiche economiche che possa salvare l'economia mondiale da una stagnazione prolungata?

Per comprendere i limiti e le possibilità della politica monetaria bisogna rispolverare ancora una volta il detto Keynesiano degli anni 30: «Si può portare un cammello all'abbeveratoio ma non lo si può costringere a bere», che limita e definisce il campo d'azione della politica monetaria. Le banche centrali possono facilitare il funzionamento dei mercati creditizi, tamponare problemi di liquidità, rendere più appetibile l'indebitamento, ma non possono costringere a spendere. La decisione finale spetta a consumatori e imprese. La politica fiscale invece opera direttamente sull'economia reale, può impiegare risorse inutilizzate, contribuire direttamente al Pil di un Paese. Ecco perché Keynes la prediligeva in condizioni di sotto-occupazione, ed ecco perché il downgrading degli Stati Uniti scotta molto: il mercato ha ormai scontato che, se la recessione arriverà, Obama non avrà più la credibilità per nuovi stimoli di politica fiscale anche se li potrebbe ancora tranquillamente finanziare a tassi d'interesse irrisori.

Non resta che affidarsi alla politica monetaria. La risposta che è stata data ieri, cioè di mantenere i tassi a zero per molto tempo, è in fondo un buon sostituto di un nuovo QE3. Agisce direttamente sulle aspettative e quindi sui tassi d'interesse a lunga mantenendo bassi i costi di finanzia-

mento nell'economia. Tuttavia, queste operazioni hanno efficacia molto limitata perché si scontrano con un consumatore americano, che pesa per i tre quarti del Pil, impegnato in un lungo processo di riduzione dei debiti. Abbassare i tassi allevia leggermente i bilanci delle famiglie, ma non le conduce a spendere di più. Così in Giappone il processo di riduzione dei debiti da parte delle imprese è durato decenni senza che tassi d'interesse vicinissimi allo zero avessero alcun effetto di stimolo sull'economia. E così anche un nuovo programma di acquisto dei titoli del debito pubblico, il QE3, sarebbe quasi del tutto inefficace. In fondo la verità, che non ci è mai stata detta, è che il QE2 doveva servire come garanzia e accompagnamento per un nuovo stimolo di politica fiscale che non c'è mai stato. Con la politica fiscale in trappola, non c'è più alcuna ragione di fare un QE3.

Siamo quindi giunti a un risultato di completa inefficacia delle politiche economiche? Non esattamente, c'è ancora qualcosa che la politica monetaria può fare, cioè assicurarsi che il processo di riduzione dei debiti avvenga in maniera ordinata e rapida, lavorando direttamente o indirettamente sull'onere e il peso del debito delle famiglie americane tramite ristrutturazioni e rinegoziazioni. Più democraticamente, senza sostituirsi alla politica fiscale ormai imbavagliata, Ben Bernanke, così come ha descritto in alcuni dei suoi interventi riprendendo Keynes, può semplicemente nascondere delle banconote nelle buche affinché vengano scovate. Il primo mazzetto qualcuno lo metterà da parte, altri lo utilizzeranno per ripagare i loro debiti. Ma al secondo e terzo mazzetto, qualcuno incomincerà finalmente a bere.

Dall'altra parte dell'Atlanti-

co, l'Europa sta anch'essa affrontando un costoso e lungo processo di riduzione degli indebitamenti. Ma questa volta i soggetti maggiormente interessati sono i governi, volenti o nolenti. Quindi, anche da questa parte, non c'è assolutamente spazio per la politica fiscale e per ulteriori stimoli. Rimane in gioco la politica monetaria che è entrata in maniera seria nel campo dell'allentamento creditizio, immettendo liquidità in mercati sotto stress, come quello dei debiti pubblici e quindi ripristinando in parte il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'impatto è stato significativo, ma si può fare ancora di più. Così come la Fed può aiutare il processo di riduzione dei debiti delle famiglie, anche la Bce, tramite e con l'Efsf, può aiutare il processo di riduzione del debito dei governi, procedendo a ristrutturazioni ordinate, alleviando anche qui onere e peso dei debiti (come abbiamo descritto sul Sole 24 Ore del 2 giugno scorso). Inoltre, qui e maggiormente che negli Stati Uniti si possono ancora abbassare i tassi d'interesse per agire su quella parte dell'economia, consumatori e imprese, che non è soggetta a vincoli d'indebitamento.

Con la politica fiscale ormai fuori gioco su entrambe le sponde dell'Atlantico, siamo ancorati alle azioni e parole dei banchieri centrali per fronteggiare e risolvere l'incertezza di questi mesi. La buona notizia è che abbiamo ancora qualche munizione a disposizione per ridurre i tempi di uscita da questa crisi.

