

7 ottobre 2010

Le vie per la crescita e i vicoli ciechi

di Chris Giles

L'annata non è andata secondo i piani. I governi pensavano che essendo riusciti a impedire l'implosione dell'economia nel 2008 oggi avrebbero avuto solo il problema di pianificare la strategia di uscita dalle misure di emergenza; non pensavano di dover tornare a preoccuparsi di come rilanciare la domanda.

Ma gli ultimi dati indicano che la ripresa globale, inizialmente rapida, sta segnando il passo. La produzione in Occidente è ancora molto al di sotto delle tendenze pre-2008. Il persistere della disoccupazione negli Stati Uniti rende più dura la vita della gente e inasprisce lo scontro politico.

L'Europa ha evitato per un soffio di scatenare un'altra crisi mondiale a maggio, quando le grandi economie del continente hanno concordato un piano di salvataggio per la Grecia e altri Paesi pesantemente indebitati e a rischio default. Il Giappone è intervenuto sui mercati valutari per la prima volta da sei anni per bloccare una rivalutazione dello yen che stava penalizzando l'export.

Tutto questo ha scatenato fosche previsioni di una "guerra valutaria" globale. Charles Dallara, amministratore delegato dell'Institute of International Finance, che rappresenta le maggiori banche mondiali, ritiene che il mondo si stia avvicinando a una fase critica, quanto la fase più nera della recessione globale nei primi mesi del 2009. «Servono misure urgenti per bloccare la preoccupante tendenza all'assunzione di misure unilaterali riguardo a problematiche macroeconomiche, commerciali e valutarie» ha detto questa settimana.

Non è uno scenario molto incoraggiante per l'annuale raduno di ministri dell'economia e governatori delle Banche centrali a Washington. La domanda che cirolerà questo fine settimana è: servono altre misure? E se sì, di quali strumenti disponiamo ancora per incoraggiare una crescita più rapida?

Politica monetaria

L'uso da parte delle autorità dei poteri sui mercati finanziari per influenzare i tassi d'interesse e la convenienza relativa del prendere soldi in prestito, spendere e risparmiare

La teoria. La politica monetaria è lo strumento tradizionalmente usato per mantenere la domanda il più possibile ancorata a un livello di produzione sostenibile, all'interno di un'economia.

Se i tassi di interesse sono troppo alti, si spenderà troppo poco, la gente rimarrà senza lavoro e le imprese rimarranno con i macchinari fermi. Le aziende che operano all'interno di mercati competitivi reagiranno tagliando i prezzi e i dipendenti accetteranno stipendi più bassi, con conseguente rischio di deflazione (una discesa generalizzata dei prezzi).

Tagliare i tassi riduce il rendimento dei risparmi e fa scendere il costo del credito, incoraggiando famiglie e imprese a spendere di più nell'immediato e rafforzando la produzione.

Ma se servono altri stimoli in un momento in cui i tassi d'interesse sono già prossimi allo zero, come nel caso delle economie avanzate, le autorità sono praticamente costrette a ricorrere a strumenti di politica monetaria non ortodossi.

Ad esempio, l'espansione quantitativa prevede che le Banche centrali creino più moneta e la usino per comprare asset come i titoli di Stato. Solo le Banche centrali possono adottare misure del genere, perché solo loro hanno il potere di creare (e distruggere) moneta.

Garantendo un'ingente domanda supplementare per asset come i titoli di Stato, l'espansione quantitativa può far crescere il valore di questi asset, e di conseguenza far scendere il costo, in termini di interessi, del credito a lungo termine. L'obiettivo è stimolare gli investimenti e la spesa nell'immediato.

In un discorso pronunciato ad agosto di fronte ad altri governatori di Banche centrali a Jackson Hole, nel

Wyoming, Ben Bernanke, il presidente della Federal Reserve, ha messo in cima al suo elenco delle opzioni a disposizione un nuovo ricorso a misure di espansione quantitativa (EQ2). «Ritengo che nuovi acquisti di titoli a lungo termine, qualora il Comitato federale per il mercato aperto dovesse decidere di effettuarli, possano riuscire a facilitare ulteriormente le condizioni finanziarie» ha detto.

Un impegno a non aumentare i tassi d'interesse a lungo termine per - diciamo - due anni, potrebbe produrre effetti analoghi a quelli dell'espansione quantitativa. Inoltre, potrebbe ridurre i tassi sul lungo periodo, perché le imprese e le famiglie saprebbero che per un certo periodo non c'è il rischio che i tassi aumentino, e dunque potrebbero pianificare di spendere di più nell'immediato con la consapevolezza che i tassi resteranno bassi a lungo.

La pratica. Il primo a uscire dalla trappola è il Giappone, che martedì ha simbolicamente abbassato il suo già irrisorio tasso di interesse dallo 0,1 per cento a un range compreso fra lo 0 e lo 0,1 per cento. Inoltre, Tokyo ha annunciato che sta valutando un programma di espansione quantitativa da 5mila miliardi di yen (43,4 miliardi di euro), con l'intento di acquistare sia titoli di Stato che attività del settore privato.

In America, la Fed ha indicato che l'EQ2 è all'ordine del giorno della riunione di novembre. Molti prevedono che anche la Banca d'Inghilterra seguirà la stessa strada.

Il problema. Nessuno sa con certezza se le misure di espansione quantitativa e altre politiche monetarie non ortodosse funzioneranno. Ma è probabile, considerando che i tassi d'interesse a lungo termine sono scesi ai minimi storici, che la spesa non valga l'impresa. Se le imprese, le banche e le famiglie vogliono tenersi la liquidità perché si aspettano che i prezzi caleranno e l'economia resterà debole, pompare altro denaro servirà a poco o a niente. John Maynard Keynes definiva questa situazione «trappola della liquidità», quando la politica monetaria non riesce più a stimolare la domanda.

La politica di bilancio

Mira a potenziare la produzione e l'inflazione, o indirettamente, tagliando le tasse per incoraggiare le famiglie e le imprese a spendere di più, o direttamente, se il Governo si indebita per aumentare la spesa pubblica

La teoria. Da quasi quarant'anni l'opinione comune è che una buona politica di bilancio consiste nel gestire le finanze pubbliche con livelli di debito pubblico sostenibili, in modo che una generazione non scarichi sulla generazione successiva l'onere di finanziare i servizi pubblici. Una lunga esperienza ha insegnato ai politici a evitare di influenzare la domanda alzando le tasse e di conseguenza la spesa pubblica, perché è difficile farlo in modo tempestivo, perché spesso provoca conseguenze indesiderate e perché tende a creare disavanzi di bilancio maggiori e una crescita del debito pubblico. Ma come ha detto la scorsa settimana Adam Posen, del Comitato per la politica monetaria della Banca d'Inghilterra, quando ci sono dubbi sull'efficacia della politica monetaria perché le imprese e le famiglie non sono disposte a prendersi rischi e pensano che i prezzi scenderanno, «quello è il momento per altri stimoli di bilancio, e la politica monetaria può sostenere queste misure».

La pratica. Per combattere la crisi le economie avanzate nel 2009 hanno concordato di rafforzare la spesa pubblica o tagliare le tasse per il 2 per cento del reddito nazionale. Questi stimoli temporanei sono stati giudicati efficaci, ma ora si stanno esaurendo. La Gran Bretagna ha scelto di tagliare la spesa nel 2010, e la maggior parte degli altri Paesi lo farà dal 2011 in poi per ridurre il deficit.

Il problema. Una combinazione di politiche di bilancio e politiche monetarie potrebbe funzionare, se non altro per sconfiggere la deflazione. Se le autorità stamperanno o creeranno abbastanza denaro e i Governi lo useranno per abbassare le tasse o aumentare la spesa, il valore di quel denaro scenderà. Ma nessun Paese è ancora arrivato a questa fase.

Fra i Governi che ancora possono far ricorso alle politiche di bilancio, quello tedesco e quello inglese insistono

che prima bisogna ridurre il deficit. I Repubblicani al Congresso americano bloccheranno qualsiasi tentativo della Casa Bianca di introdurre altri stimoli di bilancio. Al momento, l'asprezza dello scontro politico rischia di impedire qualsiasi allargamento dei tagli delle tasse introdotti nel 2000 dall'ex presidente George W. Bush. Gli altri Paesi non hanno il lusso di avere margini di manovra in tema di politica di bilancio. Le previsioni di crescita del debito pubblico sono talmente allarmanti che gli investitori non sono disposti a prestare denaro a Grecia, Spagna, Irlanda e Portogallo per ulteriori misure di stimolo.

Tasso di cambio

Ridurre il valore della moneta di un Paese rende più conveniente il suo export sui mercati esteri e consente ai suoi produttori di competere a condizioni più favorevoli contro i prodotti di importazione. Fa crescere la spesa interna e rafforza l'economia

La teoria. Se un Paese ha un grosso disavanzo commerciale e una domanda inadeguata all'offerta, un tasso di cambio più basso è lo strumento giusto per rafforzare la domanda e riequilibrare l'economia in favore della produzione interna.

Un fondamentale riallineamento dei tassi di cambio globali comporterebbe una svalutazione di monete, come il dollaro americano, sostenute da Paesi con un forte disavanzo commerciale, e la rivalutazione di monete, come il renminbi, lo yen e quelle dei Paesi esportatori di petrolio, con un grosso avanzo commerciale. Per riequilibrare l'economia a sfavore delle esportazioni e a favore dei consumi interni, i Paesi in attivo nel saldo con l'estero potrebbero simultaneamente sostenere la domanda interna e incrementare le importazioni dai Paesi in passivo.

La pratica. I tassi di cambio manovrati sono assenti dallo scenario dell'economia mondiale da quasi quarant'anni. Ma Nicolas Sarkozy, il presidente francese, questa settimana ha detto: «Gli squilibri monetari mettono a rischio tutte le economie: il problema di un nuovo sistema monetario è all'ordine del giorno». Nelle ultime settimane, gli Stati Uniti hanno fatto pressioni sulla Cina (senza molto successo) per convincerla a consentire un apprezzamento più rapido dello yuan. Nel frattempo il Giappone, il Brasile, la Corea del Sud e la Svizzera sono intervenuti per far scendere il valore delle rispettive monete.

Il problema. Qualunque Paese vede di buon occhio la prospettiva di tirarsi fuori dalla crisi attraverso l'export, ma non possono svalutare tutti insieme e non possono esportare sulla luna. Lo scenario di un riequilibrio mondiale senza scosse è stato una speranza costante negli ultimi dieci anni, senza mai arrivare vicino al compimento. Al contrario: i Paesi in surplus, in particolare la Cina, hanno cercato di impedire un apprezzamento della valuta o altri movimenti che favorirebbero questo riequilibrio comprando miliardi di attività in dollari.

Non fare niente

L'opzione preferita da tanti esponenti di primo piano del dibattito economico globale. Rispecchia l'idea che ulteriori misure siano inutili o addirittura dannose

La teoria. Luminari come Jean-Claude Trichet, il presidente della Banca centrale europea, insistono che l'economia mondiale sta andando meglio del previsto. Trichet prevede che la ripresa «procederà a un ritmo moderato, con una tendenza di fondo positiva». Qualunque "incertezza" rimanente, ha detto la settimana scorsa di fronte al Parlamento europeo, non è sufficiente a far prendere in considerazione misure aggiuntive, perché «le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate alla nostra definizione di stabilità dei prezzi». Anche Charles Plosser, il presidente della Federal Reserve di Filadelfia, la settimana scorsa ha insistito che gli Stati Uniti sono vittime della «depressione estiva», ma con una prospettiva di crescita moderata. «Non bisogna reagire esageratamente a dati forse volatili e che potrebbero essere rivisti con il tempo». I fautori del non fare niente temono che stimolare la domanda possa rischiare di far crescere l'inflazione. Andrew Sentance, del Comitato di politica monetaria, sostiene che con l'inflazione nel Regno Unito costantemente al di sopra del target del 2 per cento, «la credibilità dell'impegno del Comitato a tenere sotto controllo l'inflazione

rischia di svanire».

La pratica. Questo approccio è quello prevalente all'interno e all'esterno delle Banche centrali, è la posizione di default della comunità internazionale. Trova proseliti anche all'interno del sempre più potente movimento populista dei Tea Party in America, contrari agli "sprechi" rappresentati dalle misure di stimolo.

Il problema. Se la diagnosi è sbagliata e servono misure più consistenti per stimolare la domanda, non fare niente non solo prolunga una recessione non necessaria, ma rende permanenti le sue conseguenze, mentre i lavoratori perdono definitivamente le loro competenze e le aziende smantellano impianti e attrezzature.

© FINANCIAL TIMES

(Traduzione di Fabio Galimberti)

7 ottobre 2010

[Redazione Online](#) | [Tutti i servizi](#) | [I più cercati](#) | [Pubblicità](#)

P.I. 00777910159 - © Copyright Il Sole 24 Ore - Tutti i diritti riservati

partners **e****Economista**