



**GUIDO TABELLINI**

# Badate alla stabilità finanziaria, e poi ai prezzi

se siano per ora appropriati, la Bce è pronta a farli salire se i rischi d'inflazione diventano più concreti, ricordando che nel luglio 2008, quando già era evidente la deflagrazione finanziaria che poi ha travolto tutto il mondo, la Bce non si era fatta intimorire e aveva alzato i tassi per contrastare l'inflazione.

Continua ▶ pagina 11

di **Guido Tabellini**

▶ Continua da pagina 1

Una delle principali lezioni della crisi finanziaria mondiale è che la stabilità dei prezzi non implica la stabilità finanziaria. La crisi mondiale è stata preceduta da un'eccezionale stabilità macroeconomica, al punto che molti osservatori si riferivano al periodo prima della crisi come agli anni della "grande moderazione", nel senso che non vi erano tensioni inflazionistiche né fluttuazioni del reddito.

Sappiamo come è andata finire. Dietro l'apparenza della stabilità macroeconomica si stavano accumulando squilibri finanziari insostenibili.

La lezione è particolarmente importante per la politica monetaria: abbiamo imparato che non può permettersi di guardare solo alla stabilità dei prezzi. La banca centrale deve farsi carico anche dell'obiettivo della stabilità finanziaria, sia per prevenire l'accumularsi di squilibri, sia per ridare stabilità ai mercati durante le crisi.

Il principale dubbio è: con quale strumento? L'obiettivo della stabilità finanziaria deve essere perseguito anche con lo strumento tradizionale della politica monetaria, il tasso d'interesse, oppure con strumenti amministrativi e non convenzionali? Su questo punto il dibattito è ancora aperto.

Questa lezione sta diventando sempre più rilevante oggi nell'Eurozona. Pochi giorni fa, il presidente della Bce Jean-Claude Trichet ha sottolineato l'emergere di nuovi rischi inflazionistici: l'inflazione nell'Eurozona ha superato di poco la soglia del 2%, e può salire ancora, spinta dalla ripresa mondiale che a sua volta trascina il prezzo delle commodity.

Trichet ha anche ripetuto che, sebbene i tassi d'inter-

Ma questo è il momento giusto per preoccuparsi della stabilità dei prezzi, visto il rischio di una doppia crisi sul debito sovrano e sul sistema bancario che incombe su una parte rilevante dell'Eurozona? L'aumento dell'inflazione è interamente dovuto a eventi esterni, non certo a un eccesso di domanda interna.

Soprattutto, non sarebbe meglio che la politica monetaria si preoccupasse della stabilità finanziaria, facilitando l'uscita dalla crisi con tutti gli strumenti a sua disposizione, come stanno facendo la Federal Reserve americana e la Banca d'Inghilterra? Anche il riferimento all'aumento dei tassi deciso dalla Bce nel luglio 2008 è sorprendente, perché quella decisione fu ritenuta un errore da molti osservatori esterni.

La risposta della Bce a questi interrogativi è che vi sono due ambiti separati e distinti: da un lato i tassi d'interesse e la politica monetaria tradizionale, guidata dall'obiettivo della stabilità dei prezzi; dall'altro gli strumenti "non standard", guidati dall'obiettivo di fornire liquidità ai mercati per normalizzare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'uscita dalla crisi.

È una risposta poco convincente. I due ambiti non sono così facilmente separabili. Una politica monetaria espansiva facilita l'uscita dalla crisi e avvicina l'obiettivo della stabilità finanziaria, sia rendendo più sostenibile il servizio del debito, sia evitando l'apprezzamento del cambio (che a sua volta strozzerebbe la crescita dell'economia).

È vero che le aspettative d'inflazione di medio e lungo termine vanno tenute sotto controllo. Ma le aspettative sono centrali anche per consentire l'uscita dalla crisi. La percezione che la Bce non sia pronta a fare la sua parte per evitare una crisi del debito sovrano nell'Eurozona, o

che addirittura voglia far salire i tassi d'interesse in un contesto di persistente e forte instabilità finanziaria, potrebbe estendere il contagio.

Negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, le banche centrali (soprattutto quelle anglosassoni) hanno commesso l'errore di concentrarsi troppo sulla stabilità dei prezzi, trascurando di prendere azioni preventive per garantire la stabilità finanziaria.

La Bce ora deve stare attenta a non commettere lo stesso errore, ma nella direzione opposta. In questo momento le azioni e le comunicazioni delle autorità monetarie devono essere guidate dall'obiettivo di raggiungere la stabilità finanziaria, assai più che da apparenti minacce alla stabilità dei prezzi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## EUROLANDIA

# La stabilità finanziaria viene prima dei prezzi

