


 Identificativo: SS20070904001LAA
 Data: 04-09-2007
 Testata: IL SOLE 24 ORE
 Riferimenti: PRIMA PAGINA



 Pag. 1
  Pag. 8

POLITICA MONETARIA

I banchieri centrali tra azzardi e sostegni

Guido [Tabellini](#)

di Guido [Tabellini](#)

Tra due giorni la Bce e la Banca d'Inghilterra dovranno prendere una decisione sui tassi di interesse. Tra due settimane toccherà alla Federal Reserve. Da un lato, vi è chi insiste perché le Banche centrali facilitino il riassorbimento della crisi anche spingendo sulla leva dei tassi. Dall'altro, vi è il timore che una politica troppo accomodante aggravi l'azzardo morale e incoraggi la prossima crisi o nuovi eccessi. Cosa faranno le Banche centrali, nell'immediato e nei prossimi mesi?

È utile partire da un punto fermo, che rappresenta il "mantra" dei banchieri centrali: le decisioni sui tassi di interesse devono essere guidate dall'obiettivo di tener bassa l'inflazione e stabilizzare la crescita economica. Altri obiettivi, quali la stabilità finanziaria o il buon funzionamento dei mercati, sono rilevanti nella misura in cui influenzano le prospettive macroeconomiche nel medio periodo. Mentre la politica monetaria non ha il compito di sostenere i mercati finanziari, far scoppiare bolle speculative o indirizzare il prezzo delle azioni o di altre attività verso valori di equilibrio. Per prevedere la politica monetaria, pertanto, dobbiamo valutare gli effetti della crisi di agosto sugli scenari macroeconomici. La crisi ha peggiorato le prospettive di crescita in almeno due modi. Innanzitutto, si sono accentuate le difficoltà del settore immobiliare negli Stati Uniti. Gli effetti negativi sull'economia americana sono sia diretti (attraverso le nuove costruzioni) sia indiretti (il minor valore delle case rallenta la crescita dei consumi). In secondo luogo, la reazione dei mercati ha propagato la stretta creditizia ad altri settori e fuori dagli Stati Uniti.

È ancora troppo presto per osservare questi effetti nei dati economici di agosto e per valutare pienamente le conseguenze e la durata della stretta creditizia. Pertanto, è estremamente difficile quantificare le implicazioni della crisi sulle prospettive di crescita. Ma la politica monetaria agisce con alcuni ritardi nel tempo e non può concedersi il lusso di aspettare. Per questo è quasi certo che la Fed farà scendere i tassi entro le prossime due settimane.

E poi? Una crisi di queste proporzioni non rientrerà subito.

Continua u pagina 8

Anche se il peggio è alle spalle, è probabile che la stretta creditizia si protragga nel tempo e che le prospettive del mercato immobiliare americano peggiorino ulteriormente. Se nei prossimi mesi i dati economici americani riveleranno un chiaro indebolimento della congiuntura, la Fed potrebbe essere costretta ad abbassare i tassi anche a ottobre e magari forse ancora tra dicembre e gennaio. Questa svolta nella politica americana è attualmente scontata dai mercati, che si aspettano un taglio dei tassi di quasi un punto percentuale di qui a gennaio, e quasi la metà già entro settembre.

In Europa i rischi di un forte rallentamento sono minori, sia perché il ciclo economico è a uno stadio diverso sia perché non vi sono forti squilibri finanziari. Ma sebbene un taglio dei tassi non sia all'orizzonte, anche la Bce dovrà interrompere il percorso di aumento che era stato segnalato prima della crisi di agosto e l'interruzione potrebbe continuare anche nei mesi autunnali. Ciò sarebbe in linea con le aspettative dei mercati: i tassi sull'euro per gennaio 2008 sono visti intorno ai livelli attuali o leggermente più alti. Anche la Banca d'Inghilterra probabilmente terrà i tassi costanti.

E il problema dell'azzardo morale? Se tutte le volte che vi è una crisi sui mercati finanziari la Banca centrale fa scendere i tassi, gli operatori potrebbero aspettarsi che la politica monetaria cercherà di sostenere i mercati anche in futuro e ciò potrebbe incoraggiare nuovi eccessi.

Greenspan è stato accusato di aver commesso questo errore in passato. Può essere che Bernanke ne tenga conto e sia meno reattivo del suo predecessore?

In realtà, l'obiezione sarebbe rilevante se la politica monetaria perseguisse lo scopo di sostenere i mercati. Ma nelle circostanze attuali, il taglio dei tassi cercherebbe di sostenere l'economia reale, non i mercati finanziari. Non è solo una sottile distinzione semantica. Le perdite causate dall'insolvenza di alcuni debitori e dalla crisi di liquidità ci sono già state e non saranno riassorbite facilmente, con o senza taglio dei tassi. Se in passato Greenspan ha fatto un errore è stato di aver aspettato troppo a lungo a far risalire i tassi, non di avere reagito prontamente alla caduta del prezzo delle azioni.

Piuttosto, vi è il rischio opposto: se la crisi dovesse degenerare, il taglio dei tassi di interesse potrebbe essere inefficace. Per evitare che la crisi finanziaria si propaghi all'economia reale, la liquidità aggiuntiva immessa dalla Banca centrale deve raggiungere gli operatori che oggi non riescono a procurarsela. Ma non è detto che ciò avvenga. Molte banche già oggi hanno liquidità in eccesso e non la fanno circolare perché non si fidano della controparte. Per dare liquidità a chi non riesce a procurarsela, la Fed potrebbe essere costretta a prestarla direttamente anche al di fuori del sistema dei pagamenti e ad abbassare notevolmente la qualità delle attività che è disposta ad accettare in garanzia. Questo si creerebbe un grave problema di azzardo morale, perché trasferirebbe una parte del rischio di insolvenza sul bilancio della Banca centrale. Speriamo che le circostanze eccezionali di questa crisi non costringano Bernanke a scegliere tra recessione e azzardo morale.

Guido [Tabellini](#)

[Torna alla lista titoli](#)

Una crisi finanziaria? No, solo di liquidità
di Guido Tabellini Nel nuovo ordine finanziario, come lo
ha chiamato l'Economist, i mercati erano «inondati di
liquidit&ag...



 **Stampa**