

19 Aprile 2016

Deflazione e la moneta che piove dal cielo

di Guido Tabellini

Negli anni '70, l'inflazione dovette superare il 10% o addirittura il 20% prima che molti Paesi si convincessero a cambiare l'assetto istituzionale della politica monetaria, scoprendo le banche centrali indipendenti e altri accorgimenti per tenere a bada l'inflazione. Ora in quasi tutti i Paesi avanzati la sfida è opposta: come far salire un'inflazione troppo bassa o negativa. Ma come negli anni '70, alla base delle difficoltà incontrate dalla politica monetaria sta anche un assetto istituzionale non più adeguato.

Le tendenze deflazionistiche hanno più cause, alcune benigne, altre meno: il rallentamento dell'economia cinese che contribuisce a far scendere il prezzo delle materie prime; l'innovazione tecnologica che riduce i costi del commercio; l'invecchiamento della popolazione che aumenta i risparmi; l'eccesso di debito che scoraggia la spesa. Indipendentemente dalle cause, tuttavia, la ricetta per contrastare queste tendenze è una sola: aumentare la domanda aggregata. Ma con i tassi di interesse a zero o negativi, gli strumenti tradizionali di politica monetaria non funzionano più. E anche gli strumenti non-convenzionali a disposizione delle banche centrali sono quasi esauriti (con la parziale eccezione della Federal Reserve americana).

Eppure, dal punto di vista tecnico, uno strumento per aumentare la domanda aggregata esiste anche nella situazione attuale: è la cosiddetta "moneta distribuita con l'elicottero", per usare le parole di Milton Friedman. Cioè la banca centrale stampa moneta e la distribuisce ai cittadini, non in cambio di qualcosa (titoli di stato o la promessa di una restituzione futura), ma in modo permanente e a fondo perduto.

Le obiezioni nei confronti di questo strumento non sono economiche, ma politiche. Dal punto di vista economico non c'è dubbio che sarebbe efficace. Una parte della moneta addizionale verrebbe risparmiata, ma certamente vi sarebbero cittadini che si affrettarebbero a spenderla, facendo salire la domanda aggregata e i prezzi.

Anzi, la moneta con l'elicottero avrebbe minori contro-indicazioni rispetto ai tassi di interesse negativi (che mettono a repentaglio la solidità patrimoniale di assicurazioni e banche), e al Quantitative Easing (che alimenta bolle speculative e assunzione eccessiva di rischi).

La vera obiezione è che in questo modo la banca centrale si metterebbe a fare politica fiscale. Anziché intervenire sui mercati finanziari, la banca centrale si troverebbe a decidere entità e modalità di un trasferimento ai cittadini, senza alcuna legittimazione politica o istituzionale. Anche se non fosse proibito dalla legge, una banca centrale che effettuasse trasferimenti permanenti ai cittadini si troverebbe presto privata della sua indipendenza e della sua legittimità.

L'obiezione naturalmente è corretta. Ma non per questo l'idea va scartata. Il problema infatti non è lo strumento economico, ma l'attuale assetto istituzionale, che impedisce un coordinamento efficace tra politica monetaria e fiscale. Come hanno scritto Adair Turner (ex Presidente della Financial Service Authority inglese) e Ben Bernanke (ex Presidente della Federal Reserve), l'indipendenza e legittimità della banca centrale possono essere pienamente preservate, in questo modo: in circostanze eccezionali, la banca centrale può dichiarare che ha esaurito gli strumenti convenzionali, e che pertanto effettuerà un trasferimento permanente a favore del governo (o dei governi nell'area Euro). L'importo trasferito è scelto discrezionalmente dalla banca centrale, può essere diluito nel tempo, ed è motivato dalle circostanze economiche. Il governo (o i governi) non possono in alcun modo interferire con la decisione unilaterale della banca centrale, ma scelgono liberamente come disporre della somma trasferita: se e come

distribuirli ai cittadini, se usarla per finanziare particolari voci di spesa, o per ritirare debito pubblico o semplicemente se accantonarla per il futuro. Naturalmente, se davvero le circostanze sono eccezionali, la pressione politica costringerebbe i governi a distribuire o spendere questa somma, raggiungendo così l'obiettivo di un effettivo coordinamento tra politica monetaria e fiscale.

Rispetto all'assetto attuale, non verrebbe stravolta la divisione dei compiti. La banca centrale resterebbe indipendente e avrebbe la responsabilità tecnica di decidere che è giunto il momento di fare ricorso a questo strumento eccezionale. E il governo avrebbe la responsabilità politica di scegliere se e come allocare le risorse a sua disposizione. Rispetto alle politiche seguite finora, tuttavia, l'efficacia sarebbe molto maggiore. Il QE infatti allenta il vincolo di bilancio del governo solo per la parte relativa agli interessi, e non costituisce un trasferimento permanente a favore dei governi. Nell'area Euro, in particolare, i governi rimangono soggetti ai vincoli sul debito pubblico. E anche se questi vincoli fossero allentati, in nome della "flessibilità", l'attenzione dei mercati impedirebbe ai paesi più indebitati di spendere la liquidità immessa sui mercati dalla banca centrale, perché anche il debito comprato dalla Bce con il QE prima o poi andrà ripagato. Un trasferimento permanente, invece, non sarebbe soggetto a questi vincoli e sarebbe assai più efficace nel sostenere la domanda aggregata. Inoltre, la consapevolezza che politica monetaria e fiscale possono essere attivate con questo nuovo strumento contribuirebbe a ridare fiducia all'economia, rendendo con ciò meno necessario ricorrervi.

Per rendere trasparente e concreta questa modalità di coordinamento tra politica monetaria e fiscale, è necessario intervenire sull'assetto istituzionale della banca centrale, prevedendo esplicitamente questa possibilità di attuazione anche nei trattati europei. Il Trattato di Maastricht fu scritto quando i problemi economici erano ben diversi. Chi avrebbe immaginato allora che il tasso di interesse sui depositi presso la Bce sarebbe stato il -0.40%, così come il rendimento sui titoli di stato tedeschi a 5 anni? Non c'è una ragione valida per non cambiare quel Trattato, se non l'inerzia politica dell'Europa. Ma i costi dell'inerzia sono sempre più alti.

19 Aprile 2016