Exit strategy dalla crisi

di Nouriel Roubini

Gli ingenti programmi di stimolo fiscale e sostegno del sistema finanziario varati da governi e banche centrali hanno scongiurato il pericolo che la recessione del 2008-2009 precipitasse in una Seconda Grande Depressione.

Le autorità deputate a decidere le politiche economiche sono state in grado di evitare la depressione perché hanno imparato dagli errori commessi durante la Grande Depressione degli anni Trenta e dalla depressione alla quale è andato pericolosamente vicino il Giappone negli anni Novanta.

Di conseguenza, i dibattiti politici adesso si orientano in altra direzione, per esempio stabilire quale forma assumerà la ripresa, se sarà a "V" e quindi con un rapido ritorno a una potenziale crescita; a "U" con una crescita lenta e anemica; o addirittura a "W", con una doppia ricaduta in futuro. Durante il crollo in caduta libera dell'economia globale, avvenuto tra l'autunno del 2008 e la primavera del 2009, l'eventualità di un vero e proprio Armageddon del mondo economico e finanziario a forma di "L" compariva ancora tra gli scenari possibili.

La questione politica di importanza cruciale che si prospetta adesso, invece, è come programmare e dare una successione cronologica alle strategie di uscita da questo considerevole allentamento monetario e fiscale. Chiaramente, l'attuale strada fiscale imboccata nelle economie più avanzate – Stati Uniti, Eurozona, Regno Unito, Giappone e altri Paesi, che fanno affidamento su deficit di bilancio molto grandi e su un rapido accumulo del debito pubblico – è insostenibile. Questi ingenti deficit fiscali sono stati in parte monetizzati dalle banche centrali, che in molti Paesi hanno abbassato il loro tasso di interesse fino allo zero per cento (nel caso della Svezia addirittura sotto lo zero), e hanno fortemente allargato la base monetaria tramite un allentamento quantitativo e creditizio per nulla convenzionale. Negli Stati Uniti, per esempio, la base monetaria è più che raddoppiata in un anno.

Se non lo si invertirà, questo mix di allentata politica fiscale e monetaria a un certo punto condurrà a una crisi fiscale e a un'inflazione travolgente, unitamente a un'altra pericolosa bolla degli asset e del credito. Di conseguenza, il problema più impellente che si sta profilando per la classe politica è decidere quando prosciugare l'eccessiva liquidità e normalizzare i tassi, nonché quando alzare le tasse e tagliare le spese del governo (e infine in che ordine fare tutto ciò).

Il più grosso rischio politico è che la strategia di uscita dall'allentamento monetario e fiscale sia in qualche modo raffazzonata, in quanto i politici sono nei guai sia se vi ricorreranno sia se non vi ricorreranno. Se hanno accumulato ingenti deficit fiscali monetizzati, dovrebbero alzare le tasse, ridurre le spese e prosciugare l'eccesso di liquidità, meglio prima che dopo.

Il problema è che la maggior parte delle economie in questo momento sta a malapena risollemandosi dall'aver toccato il fondo, e quindi revocare gli stimoli fiscali e monetari troppo presto – prima quindi che la domanda del settore privato si sia ripresa in modo più energico – potrebbe sbilanciare e far cadere queste economie nella deflazione e nella recessione. Il Giappone commise questo errore nel 1998-2000, proprio come lo commisero gli Stati Uniti nel 1937-1939.

Se però i governi manterranno ingenti deficit di bilancio e continueranno a monetizzarli come stanno facendo, a un certo punto – dopo che le attuali forze deflazionistiche saranno divenute più moderate – il mercato delle obbligazioni si rivolterà. Quando ciò accadrà, le aspettative legate all'inflazione aumenteranno, i rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine saliranno, i tassi dei mutui e dei mercati privati cresceranno e finiremo dritti dritti nella stagflazione (inflazione e recessione a uno stesso tempo).

Come possiamo dunque far quadrare il cerchio delle politiche economiche?

Primo: i vari Paesi hanno capacità diverse di sostenere il debito pubblico, a seconda del loro livello iniziale di deficit, dei debiti esistenti, della loro storia dei pagamenti e della loro credibilità politica. Le economie più piccole – per esempio alcune di quelle europee – che hanno ingenti deficit, un debito pubblico in crescita e banche troppo grandi per poter fallire e troppo grandi per poter essere salvate, potrebbero aver bisogno di aggiustamenti fiscali immediati per evitare l'occorrenza di aste fallite, riduzioni del rating, il rischio di una crisi delle finanze pubbliche.

Secondo: se chi deve decidere in merito alla politica si impegnerà credibilmente – e subito – ad alzare le tasse e ridurre la spesa pubblica (soprattutto le spese alle quali si ha diritto acquisito), diciamo nel 2011 e da lì in poi, quando la ripresa economica sarà più resiliente, i vantaggi per la fiducia dei mercati consentiranno a una politica fiscale più allentata di sostenere la ripresa nel breve periodo.

Terzo: le autorità alle quali è demandata la politica monetaria dovrebbero specificare i criteri che utilizzeranno per decidere quando revocare l'allentamento quantitativo, quando e con che tempistica normalizzare i tassi. Anche se l'allentamento monetario fosse eliminato gradualmente in un secondo tempo, invece che subito – quando cioè la ripresa economica sarà più robusta – i mercati e gli investitori richiederanno chiarimenti in anticipo in relazione ai parametri che determineranno i tempi e la velocità d'uscita. Altrettanto importante è impedire l'eventualità che si formi un'altra bolla di asset e del credito includendo il prezzo di asset quali quelli immobili nella determinazione della politica monetaria.

Predisporre una strategia di uscita valida è di importanza fondamentale: eventuali gravi errori aumenterebbero in modo significativo il pericolo di una recessione a doppia ricaduta. Oltretutto, il rischio di un simile errore è alto, perché l'economia politica di Paesi quali gli Stati Uniti potrebbe indurre le autorità a procrastinare nel tempo scelte difficili e dure riguardanti deficit fiscali insostenibili.

In particolare, la tentazione per i governi di usare l'inflazione per ridurre il valore reale del debito pubblico e privato potrebbe essere irrefrenabile. Nei Paesi nei quali chiedere l'approvazione di una legge che aumenti le tasse e tagli le spese è difficoltoso da un punto di vista politico, la monetizzazione del deficit e un'eventuale inflazione potrebbero diventare la strada da percorrere per incontrare minore resistenza.