

# Il Grande Repricing e le banche centrali, come si può uscire dalla bassa crescita

DI MERVYN KING\*

**E**stratto della *lectio magistralis* di Mervyn King in occasione della consegna del premio Bancor

È un grande onore essere a Roma per ricevere il primo Premio Bancor Guido Carli. I banchieri centrali sono legati da un filo invisibile che abbraccia continenti e generazioni. Nelle sue memorie, Paul Volcker, presidente della Federal Reserve dal 1979 al 1987, ha individuato tre verità di una società ben organizzata: prezzi stabili, finanza solida e buon governo. Guido Carli le incarnava tutte e tre. Purtroppo, oggi tutte e tre le cose scarseggiano. L'inflazione è passata dall'obiettivo del 2% a circa il 10%, il debito è oggi più alto di quanto non fosse prima della crisi finanziaria del 2008-09 e minaccia la stabilità finanziaria, e le democrazie sono più divise che mai. Molte economie industrializzate sembrano essere in una trappola di bassa crescita.

Possiamo uscirne? Credo che sia possibile, a patto che si abbandonino alcune delle idee sbagliate che hanno influenzato la politica economica degli ultimi anni. (...)

## Il Grande Repricing

Dopo trent'anni di calo dei tassi d'interesse nominali e reali a lungo termine, i tassi d'interesse stanno risalendo. Di conseguenza, si è innescato un processo di revisione dei prezzi di tutti gli asset reali e finanziari.

(...) Ma il vantaggio del Grande Repricing è una valutazione più realistica di tutti gli asset finanziari e reali, e il ritorno del prezzo determinante in un'economia di mercato, ossia il tasso d'interesse reale, a un livello più coerente con i fondamenti economici degli incentivi al risparmio e all'investimento. Ciò consentirà una riallocazione delle risorse che è attesa da tempo. Il continuo calo dei tassi d'interesse non ha ripristinato la crescita nel mondo industrializzato. Dalla crisi finanziaria le nostre economie stanno zoppicando. Si era affermata l'idea che un tasso d'interesse reale negativo di lungo periodo fosse un tasso «naturale» di equilibrio. È difficile conciliare questa visione con un concet-

to di incentivi di equilibrio al risparmio e all'allocazione degli investimenti. È probabile che le stime empiriche del «tasso d'interesse naturale» seguano con ritardo i tassi d'interesse effettivi, così come le stime del tasso di disoccupazione naturale negli ultimi cinquant'anni hanno seguito con ritardo il tasso di disoccupazione effettivo. Si tratta di un problema di azione collettiva. Nessun paese era incentivato ad aumentare i tassi d'interesse da solo per sfuggire alla trappola della bassa crescita, in quanto ciò avrebbe probabilmente aumentato il tasso di cambio e aggravato il problema.

L'uscita dalla trappola della bassa crescita comporta una riallocazione delle risorse da una componente della domanda a un'altra, da un settore a un altro e da un'impresa a un'altra. È sorprendente che, dalla crisi finanziaria, quando la trappola della bassa crescita è diventata evidente, il processo di riallocazione delle risorse dalle imprese con prestazioni scarse a quelle con prestazioni migliori abbia subito un forte rallentamento. (...) Se i tassi d'interesse a lungo termine dovessero restare più alti, il Grande Repricing potrebbe contribuire a invertire questa perdita di dinamismo. Ciò avverrà attraverso l'uscita delle imprese zombie, in quanto valutazioni di bilancio più realistiche impongono una ristrutturazione del debito che libera risorse sia di lavoro che d'investimento da destinare a imprese più produttive. Naturalmente, la ristrutturazione del debito che probabilmente seguirà l'aumento dei tassi d'interesse non si limiterà alle imprese zombie, ma comprenderà anche il debito sovrano e la leva finanziaria incorporata, e quindi nascosta, nel settore finanziario non bancario. È quindi probabile che assisteremo a un difficile periodo di adattamento. Ma i mercati e i governi devono adattarsi a tassi d'interesse più alti e più sostenibili. Le banche centrali non dovrebbero cercare di impedire il Grande Repricing. Un calo dei prezzi degli asset rispetto ai redditi nominali sarebbe uno sviluppo positivo. E questo, incoraggiando una riallocazione delle risorse, contribuirebbe a ripristinare i tassi di crescita della produttività che abbiamo sperimentato nel corso del ventesimo secolo. (...)

(..) Sebbene vi sia una notevole incertezza, l'era dei tassi d'interesse in calo e insostenibilmente bassi sta probabilmente volgendo al termine. I rendimenti obbligazionari sono aumentati nel corso dell'anno e si sono avvicinati a livelli più coerenti con i fondamentali economici, anche se ancora inferiori alle medie storiche. Il risultato è stato un inevitabile repricing degli asset reali e finanziari, ossia il Grande Repricing, come l'ho definito. Non si tratta di un disastro. Nella misura in cui il calo del valore degli asset riflette una variazione del tasso di attualizzazione degli utili e dei dividendi futuri, piuttosto che una variazione dei flussi di rendimento futuri, l'impatto sul consumo potenziale dovrebbe essere limitato. Un buon esempio è dato dal fatto che molti regimi pensionistici che, secondo i loro calcoli attuariali, avrebbero dovuto affrontare ampi deficit, sono ora in attivo e quindi i contributi a tali regimi non dovranno aumentare così rapidamente come si temeva un tempo. Data l'enorme incertezza sull'impatto economico a lungo termine della pandemia e sui futuri prezzi dell'energia, non sarebbe saggio effettuare grandi aggiustamenti nei consumi, pubblici o privati, in risposta a un aumento dei tassi d'interesse a lungo termine. In secondo luogo, la risposta delle banche centrali alla pandemia globale è stata erroneamente quella di rispondere al calo dell'offerta potenziale aumentando la domanda di moneta. Il risultato è stato un aumento dell'inflazione. Inoltre, l'errata convinzione che l'inflazione sarebbe sempre tornata all'obiettivo (per il sol fatto che le banche centrali avevano detto che l'avrebbe fatto) ha comportato che l'aumento dei tassi



d'interesse necessario per riportare l'inflazione all'obiettivo fosse tardivo e lento. Di conseguenza, l'inflazione di fondo è ora ben al di sopra dell'obiettivo e gli aumenti salariali del settore privato non sono coerenti con un obiettivo d'inflazione del 2%. Questo è stato il fattore scatenante dell'aumento non solo dei tassi di riferimento delle banche centrali, ma anche dei rendimenti obbligazionari. In terzo luogo, i tassi d'interesse eccessivamente bassi hanno contribuito al decennio di stagnazione dalla fine della crisi finanziaria. Quanto più a lungo sono rimasti bassi i tassi d'interesse, tanto più le risorse non si sono spostate dalle imprese a bassa produttività a quelle ad alta produttività e tanto più a lungo è persistita la trappola della bassa crescita della produttività.

Il potenziale vantaggio del Grande Repricing è che le aziende zombie entreranno in un processo di ristrutturazione del debito che permetterà alle risorse di lavoro e d'investimento di fluire verso aziende più produttive, consentendo una riallocazione delle risorse che è la chiave per migliorare la produttività. Sarà il primo passo per uscire dalla trappola della bassa crescita dell'ultimo decennio (...). (riproduzione riservata)

*\*ex governatore della  
Banca d'Inghilterra  
e vincitore del premio Bancor*

