

ORSI & TORI

DI PAOLO PANERAI

Il faro è l'ex-presidente della Federal reserve, Paul Volcker, che riteneva che un paese sia ben organizzato se ha «prezzi stabili, finanza solida e buon governo». E secondo Lord Mervyn King, il mitico governatore della Banca d'Inghilterra, la situazione del mondo occidentale e non solo non è affatto questa. Con una analisi molto originale, ma assolutamente razionale, in occasione del ritiro del primo premio Bancor in onore di Guido Carli, organizzato a Roma dal nipote professor Federico Carli e dalla straordinaria e dinamica Banca Ifis, Lord King ha fotografato e radiografato i problemi dell'economia mondiale di oggi.

MF-Milano Finanza, che in occasione del premio pubblica il libro di Federico Carli, con prefazione di Paolo Savona, dal titolo L'Italia nel Mondo nuovo, politica economia e moneta, ha potuto approfondire il pensiero dell'ex governatore della Banca d'Inghilterra, che ha detto cose molto utili per i governanti in particolare del mondo occidentale.

«Nel 1900 una guerra mondiale era impensabile perché l'integrazione economica aveva reso esorbitante il costo di un eventuale conflitto: eppure avvenne», spiega l'ex-grande governatore della Banca d'Inghilterra: «negli anni 30 la grande depressione prese piede perché l'ortodossia corrente riteneva che la disoccupazione potesse essere

curata tagliando i salari monetari; negli anni 70 la convinzione di un compromesso permanente tra inflazione e disoccupazione fece sì che i governi si accontentassero di lasciare che l'inflazione aumentasse, finendo per essere sopraffatti del costo del ritorno alla stabilità dei prezzi; infine, più di recente, negli anni '10 di questo secolo gli economisti e le banche centrali erano fiduciosi che l'inflazione sarebbe rimasta bassa perché determinata da un obiettivo ufficiale di inflazione. I tassi di interesse eccezionalmente bassi, sia nominali che reali, erano considerati una normalità. Dobbiamo uscire da questa mentalità, come aveva capito Guido Carli, comprendendo in profondità il significato delle parole di John Maynard Keynes: «la difficoltà non sta nell'adottare idee nuove ma nel liberarsi di quelle vecchie».

Lei parla, Lord King, del fenomeno che stiamo vivendo e che definisce il Grande Repricing...

«Sì, 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».

Ne è sicuro?

«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».

E le banche centrali?

«Appunto, 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 solo 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 sia diventato 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». Non si sta facendo amici fra i suoi ex colleghi...

«Sono convinto che 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 ha continuato a operare 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».

Lord King, è convinto che la sua idea non presenti pericoli?

«Le nostre istituzioni si trovano di fronte a un compito poco invidiabile. L'inflazione è salita a livelli che nessuno si aspettava di vedere in un mondo di banche centrali indipendenti con obiettivi d'inflazione credibili. Riprendersi da una pandemia globale, che ha alterato la struttura delle nostre economie e dei mercati del lavoro e ha portato a un aumento del debito nazionale, è un compito reso più difficile dall'incertezza sulle prospettive di crescita future». Lei stesso si chiede fino a che punto dovrebbe spingersi la stretta monetaria e fiscale. Fino a che punto?

«Ci sono rischi in entrambe le direzioni. In caso di risposta eccessiva, la pianificazione finanziaria delle famiglie e delle imprese sarà sconvolta da un forte aumento dei tassi d'interesse, soprattutto se accompagnato da un aumento delle tasse. In caso di risposta insufficiente, l'inflazione di fondo rimarrà ostinatamente alta anche se l'inflazione complessiva si ridurrà e la data in cui il rapporto tra debito nazio-



nale e reddito nazionale inizierà a scendere si allontnerà in un futuro certamente non prossimo».

Si rende conto, Lord King, che può essere considerato oltranzista?

«Ma l'errore più grave sarebbe quello di utilizzare il probabile calo dell'inflazione complessiva entro il prossimo anno come scusa per non aumentare i tassi in misura sufficiente a riportare l'inflazione interna all'obiettivo. Sarebbe quindi un errore considerare la stretta fiscale come un sostituto della politica monetaria. La crescita della domanda totale di moneta è già rallentata in modo significativo nella maggior parte delle economie avanzate. Ma il problema è che gli errori politici del 2020 e del 2021, consentendo una ripresa dell'inflazione salariale, produrranno probabilmente una ripartizione sfavorevole tra le componenti inflazionistiche e reali della crescita della domanda nominale nei prossimi due anni. Una fine prematura della stretta monetaria necessaria a far scendere l'inflazione di fondo provocherebbe una recessione più prolungata del necessario».

Quindi lei propende per una fase più lunga di tassi alti?

«Le pressioni politiche sulle banche centrali tenderanno di spingerle nella direzione opposta. I governi, preoccupati di come finanziare deficit di bilancio sempre elevati, vorranno evitare tassi d'interesse più alti e strette quantitative che aumentino i costi del servizio del debito; un esempio è la recente dichiarazione d'autunno del governo britannico. Saranno anche consapevoli dell'impatto elettorale sulle famiglie preoccupate per l'effetto dell'aumento dei tassi dei mutui. Queste pressioni rifletteranno non solo la predominanza fiscale, ma anche una più generale "predominanza dei prezzi degli asset", in cui alle banche centrali sarà chiesto di resistere a un ritorno a tassi d'interesse più normali e a prezzi degli asset più bassi. Ma le banche centrali non dovrebbero cercare di indirizzare i tassi d'interesse a lungo termine o di sostenere i prezzi delle obbligazioni. Il loro ruolo è quello di raggiungere la stabilità dei prezzi».

Quindi, in conclusione, come vede la crisi del mondo nel prossimo futuro?

«Prima la crisi finanziaria, poi un decennio di stagnazione, una pandemia globale e ora una guerra territoriale

in Europa hanno minato tutte e tre le verità di Paul Volcker: prezzi stabili, finanza solida e buon governo. Il Grande Repricing seguirà senza dubbio un percorso accidentato e prima di tornare a una crescita sostenuta con prezzi stabili e finanze solide, dovremo trascorrere un po' di tempo in purgatorio. Ma un futuro migliore ci attende. L'idea diffusa che i bassi tassi d'interesse sono destinati a rimanere tali deve essere abbandonata, a favore di una vecchia verità. Se troppa moneta va a caccia di pochi beni, l'inflazione che ne deriva non può essere frenata solo dalle parole della banca centrale. Oltre un decennio di tassi d'interesse vicini o inferiori allo zero non ha portato all'uscita dalla trappola della bassa crescita. Ci sono momenti, e questo è uno di quelli, in cui l'aumento dei tassi d'interesse è una notizia positiva e non negativa. Il Grande Repricing può essere l'inizio di un ritorno a una migliore allocazione delle risorse e a una crescita più rapida».

Questa è la visione di un ex banchiere centrale straordinariamente capace e determinato. L'aver compiuto un'analisi come questa è segno di lucidità profonda. E quindi è stato il modo migliore per onorare Bancor, che era il nome per la moneta unica ideale concepita da John Maynard Keynes, ma anche lo pseudonimo con cui il governatore Carli copriva i dialoghi e le analisi con Eugenio Scalfari sull'Espresso. Un bell'esordio del primo premio Bancor, con una straordinaria laudatio di Paolo Savona per lord King e la piacevole sorpresa di una coppia di giovani molto affiatati come il nipote dell'ex-governatore, Federico, presidente dell'Associazione di cultura economica e politica Guido Carli, e il presidente della dinamica Banca Ifis, Ernesto Fürstenberg Fassio, che ha sostenuto il premio. I sassi nello stagno lanciati da Lord King non resteranno senza conseguenze sulla analisi e le scelte che il mondo intero deve fare, con i primo piano quelle dei banchieri centrali.