



L'ultimo editoriale di Guido Salerno Aletta

La globalizzazione, con l'ingresso sul mercato di nuovi e potenti attori come la Cina, e poi la crisi del 2008 hanno cambiato ancora una volta gli equilibri monetari e finanziari complessivi. Non è solo il dollaro, ormai, ad essere un problema per il resto del mondo, come affermò sardonicamente nel '71 John Connally, Segretario al Tesoro americano, in relazione alla decisione unilaterale di non garantirne più la convertibilità internazionale. Oggi, ogni decisione americana crea problemi: a pronunciare questo giudizio così tagliente, nel corso del tradizionale incontro agostano tra i Governatori delle Banche centrali a Jackson Hole, è stato Mark Carney, che vede all'orizzonte la conclusione del suo incarico al vertice della Banca di Inghilterra.

La dollarizzazione delle economie mondiali è il processo monetario e finanziario che ha accompagnato la globalizzazione dei commerci e la crescente interdipendenza delle diverse economie nei processi produttivi: il ruolo del dollaro è divenuto vieppiù egemonico, dacché supera di gran lunga il pur rilevante peso che gli Stati Uniti hanno nella produzione e nel commercio mondiale. Ad essere esorbitante, quindi, non è più il privilegio americano di creare ricchezza dal nulla, come ebbe ad affermare il Ministro delle finanze e poi Presidente della repubblica francese Valéry Giscard d'Estaing per via della funzione di valuta di riserva globale che il dollaro aveva assunto. Oggi, secondo Carney, ad essere esorbitante è la responsabilità degli Usa, per le conseguenze globali di ogni loro decisione.

L'utilizzo così ampio del dollaro, non solo nelle transazioni commerciali internazionali ma anche nella denominazione degli asset, dei debiti e delle garanzie, ha reso sempre meno efficiente il ruolo dei cambi flessibili tra le valute nell'aggiustamento delle rispettive economie. Tanto più gli attori economici e finanziari dei paesi diversi dagli Usa operano in dollari, tanto più sono esposti direttamente alle vicende di questa valuta: un aumento dei tassi in dollari o una rivalutazione di questa divisa li penalizza se sono debitori, ovvero li avvantaggia se sono creditori. Di converso,

si sono ridotte sia la funzione di aggiustamento dei cambi tra le monete, in termini di contrazione ovvero di aumento di import ed export, che la capacità delle banche centrali di perseguire gli obiettivi di inflazione e di mitigare la fluttuazione del prodotto tenendolo il più possibile vicino al potenziale.

C'è un altro fenomeno che ha ridotto, dopo la crisi, la capacità di intervento delle Banche centrali. Collegandosi a quanto ebbe ad affermare anni fa Ben Bernake, alla conclusione della sua esperienza al vertice della Fed, Carney rileva che c'è un abbassamento tendenziale del tasso di interesse d'equilibrio globale: si creano una trappola di liquidità ed un eccesso di risparmio. A sua volta, il basso tasso di interesse globale riduce gli spazi di manovra delle autorità monetarie di Paesi in ritardo nella crescita economica. Nel momento in cui i tassi si sono avvicinati dappertutto verso le zero per via della crisi globale, gli effetti di una politica restrittiva americana, quale si è verificata a metà dello scorso anno, sono duplici ed entrambe negativi: per un verso penalizzano immediatamente i debitori in dollari e per l'altro lasciano senza strumenti di stimolo ulteriori le banche centrali dei Paesi con ritardi nella crescita. I loro tassi sono già vicini a zero, se non a zero. Non hanno spazio per politiche monetarie ulteriormente accomodanti in termini di riduzione di tassi, e devono ricorrere a strumenti non convenzionali, con immissione di liquidità. Decisione che comporta, a sua volta, altre distorsioni.

Sullo sfondo, ha concluso Carney, c'è l'affermarsi della Cina quale grande potenza: finora si è manifestata solo sotto il profilo economico, e non anche sul piano finanziario e monetario. Anche se per lo yuan la strada verso un ruolo corrispondente al peso economico della Cina è ancora lunga, è un processo inevitabile. Qui si pone un dilemma strategico: assistere inerti all'appaiamento dello yuan al dollaro, con tensioni e difficoltà probabilmente analoghe a quelle che in passato accompagnarono le relazioni tra sterlina e dollaro, fino al prevalere di quest'ultimo, ovvero mettere in atto una soluzione multilaterale, che non sostituisca la egemonia di una valuta con quella di un'altra.

Tra 'altro, c'è un altro e più ancor grave problema da affrontare: lo squilibrio strutturale del commercio americano non è risolvibile con una svalutazione del dollaro per via del fatto che la gran parte del commercio internazionale delle materie prime, da quelle energetiche a quelle minerarie, fino ai prodotti agricoli, è prezzato in dollari: un "metro più corto", un dollaro svalutato, rimarrebbe comunque il metro per le importazioni americane, che non si ridurrebbero. Il dollaro, in conclusione, si può svalutare solo se esiste un punto di riferimento più ampio e più solido a cui rapportarsi: altrimenti, se rimane il safe asset globale per eccellenza, esercita il medesimo ruolo rivestito dall'oro ai tempi del gold standard. Anche allora, infatti, le monete d'oro erano preferite alle banconote: il sottostante garantito dalle Banche centrali era comunque insufficiente rispetto alla carta emessa.

Carney propone a questo punto la creazione di una nuova moneta, sintetica ed egemonica (SHC – Synthetic Hegemonic Currency), che utilizzi le nuove tecnologie di blockchain, su iniziativa delle stesse banche centrali nell'ambito del Fmi: sarebbe una sorta di super-Libra, fondata su un ampio paniere di monete. Una sorta di concretizzazione dei Diritti Speciali di Prelievo, che probabilmente, a nostro avviso, produrrebbe problemi ancor più complessi di quanti non ne potrebbe risolvere: se divenisse di uso generale, spiazzerebbe definitivamente le singole valute, a partire da quelle minori, essendo un safe asset assoluto. Verrebbero dunque

portate all'exasperazione le distorsioni che già oggi si lamentano, in termini di inefficienza del sistema dei cambi flessibili e delle politiche monetarie, che derivano dall'utilizzo contemporaneo di valute nazionali da una parte e di transazioni e strumenti finanziari denominati in dollari dall'altra.

Invece di prendere di petto la proposta di Carney, che ha implicazioni straordinariamente complesse anche dal punto di vista geopolitico, sarebbe intanto opportuna una riflessione sulle politiche economiche adottate in questi anni per superare la crisi globale.

Tre sono gli aspetti critici, soprattutto in Europa. In primo luogo, il privilegio riconosciuto alle politiche monetarie delle Banche centrali rispetto alle politiche fiscali degli Stati è arrivato al paradosso: i tassi di interesse negativi, che distruggono il valore del risparmio, sono stati considerati accettabili, nonostante l'autonomia delle Banche centrali dai Governi, ed il divieto di finanziamento monetario dei deficit pubblici, fossero stati introdotto come gli unici strumenti capaci di tutelare il risparmio dall'inflazione.

Ora, soprattutto in Europa, non solo la Bce non riesce a conseguire il livello di inflazione desiderato, ma con i tassi negativi pregiudica anche gli equilibri dei bilanci bancari. Lo stesso rafforzamento della vigilanza prudenziale sulle banche, forzando la dismissione degli Npl (Non performing loan) e dei crediti anche solo Utp (Unlikely to pay) ha fatto venir meno la tipica funzione bancaria di riduzione del rischio. Conseguenze ancora peggiori sono state determinate dal divieto di bail-out e dalle incertezze sulle garanzie dei depositi. Il risparmio e gli investimenti sono stati indirizzati verso i fondi aperti, che sono molto più inclini alla assunzione di rischi e che hanno impieghi assai più volativi di fronte alle situazioni di crisi. Tra il 2008 ed il 2018, ha rilevato Carney, c'è stato un aumento rilevante della percentuale del finanziamento delle economie emergenti (EME's) da parte dei fondi, rispetto alle quote degli investimenti diretti di portafoglio e dei prestiti bancari. Questo fenomeno, congiunto alla maggiore velocità con cui i fondi di investimento si ritirano in caso di tensioni sui mercati, aggrava le conseguenze delle crisi. Carney ne è consapevole, e propone una più incisiva disciplina degli operatori finanziari, che può arrivare in extremis anche ad una disciplina dei flussi. Impresa, questa, davvero improba.

C'è, infine, una contraddizione stridente tra la ricerca di safe asset da parte del mercato, per tutelarsi da crisi potenziali, e le operazioni di immissione di liquidità effettuate da parte delle Banche centrali, che avvengono prevalentemente mediante l'acquisto di titoli pubblici. Nonostante gli impegni, la liquidità non giunge all'economia reale.

In Italia, per esemplificare, il canale del Tesoro è stato insterilito per via del divorzio dalla Banca d'Italia e poi del divieto disposto dal Trattato di Maastricht; è stato praticamente azzerato l'incremento del credito bancario in ambito domestico che sarebbe derivato dall'impiego dell'avanzo della bilancia dei pagamenti correnti, e ciò per via dei mille condizionamenti regolatori e della migliore remunerazione dei titoli del tesoro americano; le stesse operazioni sul mercato aperto compiute dalla Bce, attraverso il Qe, hanno comportato un peggioramento nel saldo Target2.

Occorre procedere senza soste sulla strada del riequilibrio del commercio internazionale e della

stabilizzazione del sistema monetario e finanziario, verificando le potenzialità di una nuova moneta sintetica egemonica, che faccia da safe asset globale. Ma ci sono intanto da correggere i troppi errori compiuti in questi anni. Di cui, ancora, si tace.