

Tassi di interesse negativi per rilanciare domanda e occupazione? (di C. D'Adda)

Nella congiuntura odierna, dominata da incertezza e preoccupazioni sul futuro dell'economia dopo il lockdown reso necessario dal coronavirus, la proposta avanzata da Kenneth Rogoff merita di essere considerata seriamente

(A cura del prof. Carlo D'Adda, Professore emerito di Economia politica presso l'Università di Bologna, socio linceo)

Kenneth Rogoff, noto economista della Harvard University e già capo economista del Fondo monetario internazionale negli anni 2002-2003, ha pubblicato su *Les Echos, Chronique* del 14 maggio uno scritto sulla necessità di tassi di interesse decisamente negativi, "solo modo di ri-dinamizzare la domanda globale e l'occupazione".

Nella congiuntura odierna, dominata da incertezza e preoccupazioni sul futuro dell'economia dopo il *lockdown* reso necessario dal coronavirus, la proposta merita di essere considerata seriamente. Senza nascondere qualche inquietudine dinanzi a un rovesciamento abbastanza radicale del nostro modo di pensare. L'idea centrale è quella di evitare che la grande massa di liquidità, che si formerà in seguito alle politiche monetarie cui le banche centrali sono indotte dalla profonda recessione in atto, rimanga inerte nei depositi bancari e di altri intermediari finanziari, senza alimentare la domanda reale complessiva che è invece necessaria per riportare l'economia mondiale ai livelli desiderati di attività.

Saggi di interesse negativi sui depositi spingerebbero i depositanti a cercare modi diversi di detenere la ricchezza. Se i tassi in parola fossero *sufficientemente* negativi, anche i titoli a reddito fisso finirebbero per avvicinarsi ai rendimenti negativi dei depositi. I detentori di depositi, infatti, cercherebbero di spostarsi sui titoli a reddito fisso già *esistenti*, sulle azioni, o ancora, di acquistare beni reali (fabbricati, appartamenti, beni di consumo durevoli). I prezzi di mercato dei titoli già esistenti (statali e privati) crescerebbero immediatamente fino a renderne il rendimento allineato (anche se non coincidente per ovvie ragioni di scadenza e di rischio) a quello negativo dei depositi, le quotazioni azionarie crescerebbero e la domanda reale, a sua volta, reagirebbe positivamente.

In una congiuntura del genere, i creditori avrebbero un evidente incentivo a ritardare l'incasso dei crediti e ad allungare le scadenze, al fine di evitare i costi di conservazione della ricchezza in forma liquida. Molte imprese indebitate

potrebbero evitare dolorosi fallimenti. E i maggiori debitori - stati e grandi imprese - potrebbero fare operazioni di consolidamento dei loro debiti, emettendo titoli a lunga scadenza a tassi di interesse poco al di sopra dello zero, in sostituzione dei titoli esistenti. In un tempo relativamente contenuto, numerosi paesi indebitati potrebbero rimettere il loro debito pubblico a tassi così contenuti da ridurre in modo determinante l'onere annuo per interessi.

Condizione necessaria perché un'operazione così "promettente" divenga concepibile, è l'assenza della possibilità di conservare ricchezza finanziaria liquida a costo nullo. Preventivamente, si dovrebbe procedere al ritiro delle banconote di grosso taglio, escludere la possibilità di investire ricchezza in moneta estera emessa da paesi estranei al club delle banche centrali che adottano tassi negativi sui depositi, vietare le emissioni obbligazionarie a scadenza breve (per evitare che divengano una *quasi moneta* di parcheggio della liquidità) e simili.

I lettori, a ragione, si chiederanno se la ventilata possibilità di rilanciare le economie del mondo globalizzato e di liberarle efficacemente dall'oppressione di un eccessivo debito pubblico, non nasconda occulte minacce. Può esistere un gioco in cui tutti vincono e nessuno perde? Su questo bisogna essere chiari: soltanto uno straordinario rilancio della crescita economica potrebbe compensare l'onere del trasferimento di ricchezza dai creditori ai debitori, implicito nel meccanismo descritto. Rimane da indagare se linee d'intervento ugualmente promettenti di quelle proposte da Rogoff, ma meno costose per i creditori, esistano.

Tradizionalmente, tra gli studiosi di *central banking*, era convinzione diffusa che obiettivo primario del governo di ogni moneta dovesse essere la rigorosa difesa del suo potere d'acquisto. Dopo la crisi del 2008, si è però manifestata l'insufficienza (e anche il superamento) di questa dottrina. Occuparsi di ciò che sta alla radice dell'instabilità finanziaria e reale delle economie mondiali è divenuta una necessità imprescindibile. Oggi, le banche centrali devono promuovere la stabilità dei mercati finanziari ed essere consapevoli dei loro effetti sull'economia reale. Tassi di interesse negativi, un tempo inimmaginabili, hanno già fatto la loro comparsa, forse al momento ancora timida, nel mercato monetario dell'Eurozona. Dobbiamo essere preparati a fare la conoscenza di nuovi strumenti.