

PREMIO VOLCKER

UNA NUOVA

STRATEGIA
ECONOMICA
GLOBALE

di **Mario Draghi** — a pag. 16

Nel nuovo mondo la politica monetaria da sola non basta

Paul A. Volcker Lifetime Achievement Award

NEL PROSSIMO
FUTURO LA POLITICA
FISCALE
SARÀ CHIAMATA
A SVOLGERE
UN RUOLO PIÙ

PER PRIMA
COSA CAMBIERÀ
LA NATURA
DEGLI SHOCK
A CUI SONO
ESPOSTE LE NOSTRE
ECONOMIE

Mario Draghi

Vi proponiamo uno stralcio del discorso che Mario Draghi ha tenuto al Nabe, Economic Policy Conference di Washington, durante il conferimento del premio Paul A. Volcker Lifetime Achievement Award.

La versione integrale del discorso su ilsole24ore.com

Questo periodo di profondo cambiamento dell'ordine economico mondiale è accompagnato da sfide altrettanto profonde per la politica economica.

Per prima cosa cambierà la natura degli shock a cui sono esposte le nostre economie. Negli ultimi trent'anni, gli sconvolgimenti della crescita sono arrivati principalmente da shock dal lato della domanda, spesso sotto forma di cicli creditizi.

La globalizzazione ha provocato un flusso continuo di shock positivi dal lato dell'offerta, principalmente attraverso l'aggiunta di decine di milioni di lavoratori ogni anno nel settore dei beni esportabili nelle economie emergenti. Ma quei cambiamenti sono stati in gran parte lineari e continui.

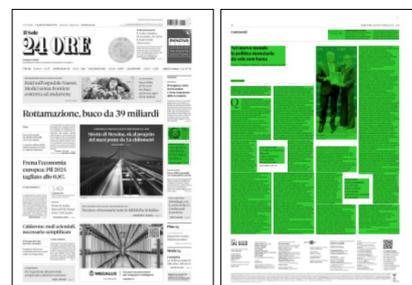
Ora che la Cina sta salendo più in alto nella catena del valore, non c'è un altro esportatore mondiale di manodopera che possa coprire l'ammacco ed è probabile che sperimenteremo

shock negativi dal lato dell'offerta più frequenti, più pesanti e anche più ampi, mentre le nostre economie si adeguano al nuovo contesto. Questi shock verranno probabilmente non solo da nuove tensioni nell'economia

mondiale, come conflitti geopolitici o disastri naturali, ma ancora di più dalle misure che adotteremo per mitigare tali tensioni. Dobbiamo investire somme enormi in un arco di tempo relativamente breve per ristrutturare le catene di approvvigionamento e decarbonizzare le nostre economie, e probabilmente verrà distrutto più capitale di quello che si riuscirà a creare.

In molti casi, stiamo investendo non tanto per accrescere lo stock di capitale quanto per sostituire capitali resi obsoleti da un mondo che cambia. Un esempio efficace in tal senso sono i terminali per il gas naturale liquefatto costruiti in tutta Europa negli ultimi due anni per ridurre l'eccessiva dipendenza dal gas russo: lo scopo di questi investimenti non era incrementare il flusso di energia verso l'economia, bensì mantenerlo costante.

Investire nella decarbonizzazione e nelle catene di approvvigionamento dovrebbe aumentare la produttività nel lungo periodo, soprattutto se includerà un'adozione più ampia della tecnologia. Ma implica una riduzione temporanea dell'offerta



complessiva, per effetto del rimescolamento delle risorse all'interno dell'economia.

Il secondo cambiamento fondamentale del panorama macroeconomico è che la politica di bilancio sarà chiamata a recitare un ruolo più importante, e questo significa – prevedo – disavanzi pubblici persistentemente più alti. Il ruolo della politica di bilancio è tradizionalmente suddiviso in allocazione, distribuzione e stabilizzazione, e su tutti e tre questi versanti le richieste a carico della spesa pubblica verosimilmente aumenteranno.

La politica di bilancio sarà chiamata a incrementare gli investimenti pubblici per venire incontro alle nuove esigenze di investimento. I Governi dovranno affrontare il problema della disuguaglianza di ricchezza e di reddito. E, in un mondo di shock dal lato dell'offerta, la politica di bilancio dovrà giocare, verosimilmente, anche un ruolo più importante per quanto riguarda la stabilizzazione, funzione che prima assegnavamo principalmente alla politica monetaria.

La assegnavamo alla politica monetaria proprio perché di regola ci si trovava ad affrontare quel tipo di shock dal lato della domanda che le banche centrali sono in grado di gestire. Ma un mondo di shock dal lato dell'offerta rende la stabilizzazione monetaria più difficile. I tempi d'azione della politica monetaria normalmente sono troppo lunghi, sia per contenere un'inflazione trainata dall'offerta sia per compensare la contrazione economica prodotta da quest'inflazione, e ciò implica che la politica monetaria, nella migliore delle ipotesi, può limitare soltanto gli effetti secondari.

La politica di bilancio sarà dunque chiamata, in modo naturale, a giocare un ruolo più importante per la stabilizzazione dell'economia, perché è in grado di mitigare in tempi più brevi gli effetti sul Pil degli shock dal lato della domanda. Lo abbiamo già visto nel caso dello shock energetico in Europa, dove i sussidi sono riusciti a compensare per circa un terzo le perdite economiche delle famiglie, e in alcuni Paesi dell'Ue, come l'Italia, hanno compensato fino al 90 per cento della perdita di potere d'acquisto delle famiglie più povere.

Nel loro insieme, questi cambiamenti puntano nella direzione di una crescita potenziale più bassa man mano che i processi di adeguamento andranno avanti, e su una prospettiva di inflazione più volatile, con nuove pressioni al rialzo che stanno emergendo dalle transizioni economiche e dal persistere dei disavanzi di bilancio.

C'è anche un terzo cambiamento: se stiamo entrando in un'era di maggiore rivalità geopolitica e relazioni economiche internazionali più transazionali, i modelli d'impresa basati su forti surplus commerciali potrebbero non essere più sostenibili politicamente. I Paesi che vogliono continuare a esportare le loro merci probabilmente dovranno essere più disponibili a

importare altre merci o servizi per guadagnarsi questo diritto, se non vorranno far fronte a misure ritorsive sempre più pesanti.

Questo cambiamento nelle relazioni internazionali influenzerà l'offerta mondiale di risparmio, che dovrà essere riallocata in direzione di investimenti interni o ridursi per effetto di un calo del Pil. In entrambi gli scenari, la pressione al ribasso sui tassi reali a livello mondiale, che ha segnato gran parte dell'era della globalizzazione, dovrebbe invertirsi.

Questi cambiamenti comportano conseguenze per le nostre economie che sono ancora molto incerte. Ma un'area in cui le cose probabilmente cambieranno sarà la nostra impalcatura di politica macroeconomica.

Per stabilizzare le potenzialità di crescita e ridurre la volatilità dell'inflazione servirà un cambiamento della strategia complessiva, concentrandosi sul completamento delle transizioni in corso sul lato dell'offerta e stimolando la crescita della produttività, dove potrebbe essere d'aiuto un'adozione ad ampio raggio dell'intelligenza artificiale.

Ma per fare tutto questo in tempi rapidi servirà un insieme appropriato di politiche: un costo del capitale sufficientemente basso per anticipare gli investimenti, una regolamentazione finanziaria che favorisca la riallocazione dei capitali e l'innovazione e una politica della concorrenza che faciliti gli aiuti pubblici laddove sono giustificati.

Una delle conseguenze di questa strategia è che la politica di bilancio probabilmente diventerà più sensibile alla politica monetaria. Nel breve termine, la possibilità per la politica di bilancio di avere sufficiente spazio di manovra per realizzare i suoi diversi obiettivi dipenderà dalle funzioni di reazione delle banche centrali. E in una prospettiva ancora più lontana, se la crescita potenziale rimarrà bassa e i debiti pubblici

resteranno su livelli record, le dinamiche del debito saranno influenzate, in modo meccanico, dal livello più alto dei tassi reali.

Questo significa che probabilmente ci sarà l'esigenza di un maggior coordinamento delle politiche, e la nostra impalcatura di politica macroeconomica non è stata progettata per questo: assegnava di proposito una serie di funzioni importanti a organismi indipendenti, che operavano autonomamente dai Governi per poter restare immuni alle pressioni politiche, e questo, senza dubbio, ha contribuito alla stabilità macroeconomica nel lungo periodo.

È importante, tuttavia, ricordare che indipendenza non significa separazione e che le diverse autorità possono unire le forze per incrementare il margine di manovra delle misure senza venir meno al loro mandato.

Lo abbiamo visto durante la pandemia, quando le autorità che sovrintendono alla moneta, al bilancio e al settore bancario hanno

lavorato di concerto per limitare i danni economici dei confinamenti e prevenire una recessione deflazionistica. Questo insieme di misure ha consentito a tutte le istituzioni di raggiungere più efficacemente i loro obiettivi.

Analogamente, nelle condizioni odierne una strategia politica coerente dovrebbe essere caratterizzata da almeno due elementi.

Innanzitutto, dovrebbe esserci una traiettoria di bilancio chiara e credibile, che si concentri sugli investimenti preservando al tempo stesso (nel nostro caso) i valori sociali europei. Questo rassicurerebbe le banche centrali sul fatto che la spesa pubblica odierna, incrementando la capacità dal lato dell'offerta, possa portare domani a un'inflazione più bassa.

In Europa, dove le politiche di bilancio sono decentralizzate, possiamo fare anche un passo ulteriore, finanziando una parte maggiore di questi investimenti collettivamente, al livello dell'Unione. Emettere debito comune per finanziare gli investimenti estenderebbe lo spazio di manovra collettivo per le politiche di bilancio, alleviando in parte la pressione sui conti pubblici dei singoli Paesi. Al tempo stesso, dal momento che la spesa dell'Ue è più programmata (spesso su un arco di parecchi anni), realizzare investimenti a questo livello garantirebbe un impegno più forte su politiche di bilancio che in prospettiva non producano inflazione, e le banche centrali potrebbero tenerne conto nelle loro proiezioni di inflazione a medio termine.

In secondo luogo, se le autorità di bilancio fissassero traiettorie credibili di questo tipo per i conti pubblici, le banche centrali dovrebbero utilizzare come bussola primaria per le loro decisioni le aspettative di inflazione. La politica monetaria dovrà fare i conti con un contesto difficile negli anni a venire, dovendo distinguere più che mai tra inflazione temporanea e inflazione permanente, fra crescita dei salari finalizzata al recupero dell'inflazione e spirali che si autoalimentano, e fra le conseguenze

in termini di inflazione di una buona e di una cattiva spesa pubblica.

In questo contesto, una misurazione accurata e una meticolosa attenzione alle aspettative di inflazione è il modo migliore per assicurare che le banche centrali contribuiscano a una strategia complessiva senza compromettere la stabilità dei prezzi o la loro indipendenza. Questa bussola consente di distinguere con precisione gli shock al rialzo temporanei dei prezzi, come i cambiamenti dei prezzi relativi tra settori o gli aumenti dei prezzi delle materie prime legati a maggiori investimenti, dai rischi di inflazione generalizzata.

Abbiamo bisogno di spazio di manovra per investire nelle transizioni e incrementare la crescita della produttività. Le politiche economiche devono essere coerenti rispetto a una strategia comune e a un insieme di obiettivi. Ma trovare la strada per un simile allineamento delle politiche non sarà facile.

Le transizioni che le nostre società stanno intraprendendo, che siano dettate dalla nostra volontà di proteggere il clima, dalle minacce di autocrati nostalgici o dalla nostra indifferenza alle conseguenze sociali della globalizzazione, sono profonde. E le differenze tra i possibili esiti non sono mai state così nette.

Ma la gente, in cuor proprio, sa quanto sia importante la nostra democrazia e cosa ci ha portato negli ultimi ottant'anni, e vuole preservarla; vuole essere inclusa, vuole contare. Spetta ai leader e ai responsabili delle politiche ascoltare, comprendere e agire insieme per disegnare il nostro futuro comune.

(Traduzione di Fabio Galimberti)

Ex Presidente del Consiglio e ex Presidente della Bce

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Mario Draghi. Ieri a Washington ha ricevuto il premio Volcker

Nabe

L'ASSOCIAZIONE E IL PREMIO

Il premio di Nabe, National Association for Business Economics, viene assegnato ogni anno a personalità del mondo economico per il loro eccezio-

nale contributo in campo politico e monetario. Nel 2015 è stato intitolato a Paul A. Volcker, ex presidente del consiglio della Federal Reserve, che lo ricevette nella prima edizione del 2013.



La consegna. La presidente del Nabe Ellen Beeson Zentner consegna il Volcker Lifetime Achievement Award a Mario Draghi