



L'intervista Parla il direttore dell'americano Cato Institute, massimo critico delle strategie dei banchieri centrali, ospite oggi dell'Istituto Bruno Leoni

«Fed e Bce, troppo potere logora»

Selgin: un errore affidarsi solo alla politica monetaria. La crisi lo dimostra

DAL NOSTRO CORRISPONDENTE
DA BERLINO **DANILO TAINO**

In un mondo in potente cambiamento, anche le banche centrali sono destinate a subire gli effetti della trasformazione. Che arrivi da Donald Trump, dalla Brexit, dalla geopolitica che corre. George Selgin, 59 anni, è uno dei massimi critici delle politiche monetarie degli scorsi decenni. E' direttore del Center for Monetary and Financial Alternatives dell'americano Cato Institute ed è professore emerito di Economia alla University of Georgia. Oggi terrà una conferenza, organizzata dall'Istituto Bruno Leoni, su «Central Banks, Bubbles and Productivity», alla sala eventi della Scuola della Cucina Italiana, a Milano.

Professore, sembra che i banchieri centrali non siano più *the only game in town*: ora quel ruolo è di Trump...

«In realtà, Trump non rende le banche centrali irrilevanti. Certo, avrà un'influenza anche sul loro operato, ma le maggiori hanno ancora una funzione. Si tratta di vedere quale grado di influenza avrà. Ma non credo che vedremo forti cambiamenti presto. Se a un certo punto Trump nominerà nuovi membri della Fed ci potranno essere novità. Non penso però che l'inflazione americana salirà a più del 4-5%».

Non poco. Dovuta a cosa?

«La principale preoccupazione è il deficit americano. E' possibile, forse probabile, che di fronte a un deficit rilevante la nuova Amministrazione faccia pressione sulla Fed affinché sia accomodante. Da sempre, alcuni banchieri centrali sono più indipendenti di altri dal governo. La preoccupazione è che la Fed compri molti titoli pubblici, incoraggiando le banche ad acquistare i Treasuries da tenere a riserva con lo scopo di non fare salire troppo l'inflazione. Il risultato sarebbe che più risparmi dei cittadini andrebbero a finanziare la spesa pubblica invece che gli investimenti nell'economia».

Wall Street corre: effetto Trump, non della Fed.

«In realtà, le banche centrali non so-

Focus

Qui Washington

Da un lato gli Stati Uniti, dall'altro l'Europa. Entrambi i Paesi impegnati nella difficile strada della ripresa economica. Sul fronte statunitense Janet Yellen, presidente della Federal Reserve, è stata chiara: entro la fine di quest'anno sono previsti due o addirittura tre possibili rialzi dei tassi di interesse. L'appuntamento è per giugno, mese decisivo per capire quali saranno in concreto le mosse della Fed che dovrà tener conto delle politiche fiscali messe in campo nel frattempo dal presidente Trump.

Qui Francoforte

In Europa (dove c'è l'incognita delle presidenziali in Francia e delle politiche in Germania) l'Eurotower guidata da Mario Draghi non sembra voler cessare le proprie politiche di *quantitative easing*. Anzi. La proroga degli acquisti dei titoli di Stato da parte della Banca centrale europea fino a dicembre, per 60 miliardi al mese, aumenta la disponibilità delle casse di Francoforte che ha anche eliminato il vincolo sull'acquisto dei titoli con un rendimento inferiore al meno 0,40 per cento.

no mai state *the only game in town*. Il rally di Wall Street è curioso. E' vero che molti ritengono che Trump sia meno ostile al business. Ma bisogna dire che è anche fortemente protezionista e questo spegnerà l'entusiasmo. Sembra che voglia dare fiducia con una regolamentazione meno severa, ma è una possibilità altamente speculativa».

C'è una grande discussione sulla bontà o sulla negatività della regolamentazione finanziaria.

«In via generale non ho dubbi che meno ce n'è meglio è. Fa più male che bene, dal punto di vista della stabilità finanziaria. La riforma Dodd-Frank negli Stati Uniti non ha risolto i punti di crisi, piuttosto ne ha creati altri. In discussione c'è il Financial Choice Act che cambia alcune parti della Dodd-Frank, sarebbe molto positivo».



Personalità George Selgin è il direttore del Center for Monetary and Financial Alternatives del Cato Institute ed è tra i principali esperti di politiche monetarie

Troppe regole?

«La Dodd-Frank ha peggiorato la tendenza del governo a proteggere grandi banche e finanziarie. Di fatto non ha risolto il problema dell'azzardo morale, in qualche modo l'ha codificato. Le grandi istituzioni, quelle *too-big-to-fail*, sanno ancora oggi che in caso di crisi saranno salvate dal denaro pubblico. Le misure non sono state abbastanza strette. Sanno che la Fed è pronta a salvarle: banche d'investimento, compagnie d'assicurazione. C'è una rete che

comprende tutte le grandi istituzioni finanziarie».

Meglio lasciarle fallire in caso di crisi?

«Se non ci fosse stato il bailout di Bear Sterns nella primavera 2008 da parte della Fed, Lehman e altre banche avrebbero fatto probabilmente altre scelte, di fronte al rischio di non essere salvate. Quando una banca sa che la lasci fallire, ha un comportamento, quando sa che la salvi prende rischi senza troppo pensarci. La crisi delle banche scozzesi del 1772 fu durissima, come la nostra del 2008. Ma non ci furono salvataggi e per i successivi cento anni il sistema bancario scozzese fu il più stabile al mondo».

Chi crea le bolle che poi scoppiano? La pazzia dei finanzieri o le banche centrali?

«Credo che la politica accomodante

della Fed verso le bolle finanziarie di inizio anni 2000 abbia contribuito alla crisi del 2008. Ma non penso che le banche centrali siano le sole responsabili. Anche le politiche della casa hanno avuto un grande peso. Le bolle si creano in ogni caso. Si tratta di non incoraggiarle e gonfiarle, cosa che invece la Fed di Alan Greenspan ha fatto immettendo grade liquidità sui mercati».

Meglio un mondo senza banche centrali?

«In via di principio, il mondo sarebbe più sicuro senza di esse. A un certo punto si è stabilito che i monopoli erano un male. Ma si è fatta un'eccezione alla regola con le banche centrali. Il problema è che in passato c'erano il gold standard o il silver standard ai quali fare riferimento, si poteva decidere di avere una banca centrale o meno. Oggi c'è solo il paper money standard e quindi si tratta di stabilire qual è il miglior modo per gestirlo. Occorre che le banche centrali facciano il minor male possibile. Sono istituzioni pericolose: si devono trovare politiche economiche alternative per impedire che favoriscano le bolle, abusino dei prestiti alle istituzioni *too-big-to-fail*. Occorre allontanarsi dal modello che dà loro sempre più poteri, il che è uno dei fattori principali delle crisi».

Una parola sull'Eurozona. Lei sostiene che l'euro sia a encefalogramma piatto, morto.

«L'unica ancora che aveva era il Patto di Stabilità. Quando la Francia e la Germania lo hanno violato nel 2003 la possibilità che l'euro vivesse è venuta meno. La rotta è iniziata lì: tutti sapevano che si poteva non rispettarlo».

Ha un consiglio per l'Eurozona?

«Mi piacerebbe averlo. E' possibile che la Francia o l'Italia o un altro Paese decidano di ristabilire una loro valuta. L'Eurozona dovrebbe contemplare questa possibilità e prepararsi. L'euro fu una decisione politica. E l'idea di una valuta che risolve un problema politico non può finire bene. Sarebbe bene prepararsi».

@danilotaino

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'analisi

di **MARCELLO MINENNA**

È il dollaro la forza nascosta del Dragone

Ormai l'export tira solo verso gli Usa. Ma con Trump quanto potrà durare?



Se un indizio non fa una prova, due dovrebbero. Per il secondo anno di fila il colosso manifatturiero cinese sperimenta un declino delle esportazioni verso il resto del mondo. Se nel 2015 la discesa era più che altro simbolica (-2 per cento), ad interrompere decenni di boom ininterrotto, nel 2016 le cifre mostrano un declino molto più marcato (-7,7 per cento).

Questo risultato non entusiasmante assume contorni inquietanti se si nota che il calo è avvenuto con la valuta cinese, lo yuan/renminbi, in indebolimento rispetto alle altre divise internazionali. Insomma, nonostante i beni cinesi siano costati meno (in media del 6,4 per cento), non hanno sfondato come sempre sui mercati internazionali.

C'è dunque un nuovo segnale stonato nel modello di crescita della seconda economia del mondo. Si è molto discusso della riconversione dell'economia ver-

so il mercato interno e di aumento del peso dei consumi rispetto agli investimenti; l'oligarchia cinese ha anche autorizzato il secondo figlio pur di rilanciare i consumi ma la crescita del pil del 2016 (il +6,7 per cento «previsto») è stata ottenuta con i vecchi schemi di economia *export-driven*, sostenuta da massicce sovvenzioni all'industria di Stato.

Rallentamento

Certo il dato cinese va inquadrato nel quadro del rallentamento del commercio globale. Ma poiché il 50 per cento della crescita degli scambi internazionali nel 2015 è stato attribuibile alla Cina ed i suoi Paesi satelliti, si rischia di rimanere intrappolati in un ragionamento circolare. Per fare un passo in avanti è più utile guardare ai Paesi di destinazione dell'export: gli Usa assorbono circa il 18 per cento dei beni cinesi, l'Eurozona conta per il 15 per cento del totale, il Giappone

meno del 6 per cento mentre il bacino delle nazioni asiatiche di nuova industrializzazione vale intorno al 34 per cento. C'è un solo dato in crescita nei conti commerciali della Cina: l'export verso gli Usa salito da 29 a 42 miliardi di dollari in 10 mesi.

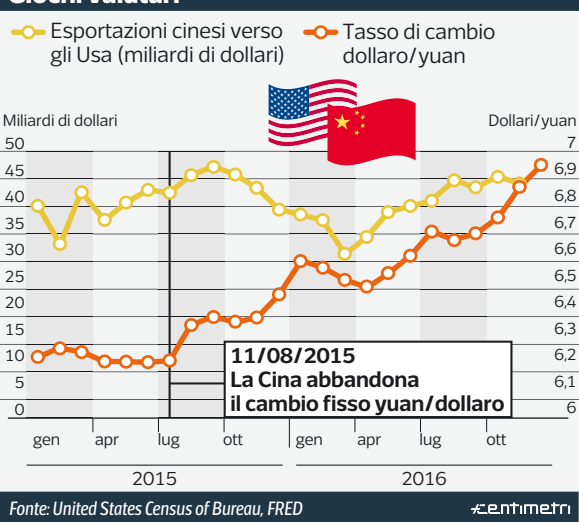
La crescente dipendenza della manifattura cinese dal mercato Usa è evidente anche nel peso dell'interscambio: 6 punti percentuali in più, dal 19 per cento fino a quasi il 25 per cento. Dunque, sono stati la crescita economica Usa ed il dollaro forte (+7% sullo yuan nel 2016) i fattori strutturali che hanno tenuto a galla l'industria del Dragone. Il 2017 rischia di aprirsi con una frattura strutturale in questo modello di *business*. Con buona pace delle aspettative del mercato, l'idea di un super-dollaro sostenuto da tassi di interesse in crescita e deficit commerciale potrebbe avere già esaurito il suo *appeal*. Il neo-presidente

Trump nei suoi primi discorsi ufficiali ha fatto chiaro riferimento alla necessità di indebolire il dollaro per rilanciare l'industria nazionale. Un obiettivo che potrebbe dare uno slancio alle idee di

ri-localizzazione della produzione delle multinazionali Usa, che a novembre avevano lasciato freddo il mercato (come nella polemica Apple).

Non è un caso che nel mirino

Giochi valutari



di Trump, oltre al deficit con la Cina (-320 miliardi di dollari nel 2016) ci sia quello con la Germania (-60 miliardi); entrambi i Paesi sono stati accusati di pratiche commerciali sleali e di manipolazione della valuta. Tuttavia, una guerra commerciale con Trump è improbabile. Le Autorità cinesi faranno buon viso a cattivo gioco, considerata anche la situazione finanziaria fragile. C'è infatti un paradosso: la banca centrale cinese non vuole la svalutazione dello yuan. Anzi, sta cercando di contrastarla liquidando le riserve di valuta pregiata. Il costo di questa strategia ha superato i 1.000 miliardi in poco più di 2 anni, un quarto del totale delle riserve. Nel frattempo la valuta debole fa scappare i capitali; le imprese cinesi cercano di esportarli all'estero aggirando i controlli della banca centrale, anche attraverso l'uso della cosiddetta «moneta virtuale», i Bitcoin. Non è un caso che il 95

Guerre commerciali

Da inizio 2017 le banche nazionali devono azzerare la propria fuoriuscita di capitali, o addirittura garantire un afflusso netto. Prima era consentito il trasferimento all'estero di circa 160 yuan per ogni 100 in ingresso. In questa maniera le banche sono costrette a regolare il credito commerciale in moneta nazionale, sostenendo artificialmente la domanda di yuan e di conseguenza il cambio con il dollaro. Una difesa ad oltranza dello yuan, ma con delle conseguenze negative per il commercio estero, che sarà più farraginoso. Per compensare, le imprese cinesi potrebbero essere indotte ad abbassare il prezzo all'origine. In questa maniera la pressione sul cambio si trasferirebbe in una svalutazione interna di prezzi e salari. Ora, nella partita a scacchi dell'economia globale, a Trump la prossima mossa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA