

I. Quando il futuro diventa presente

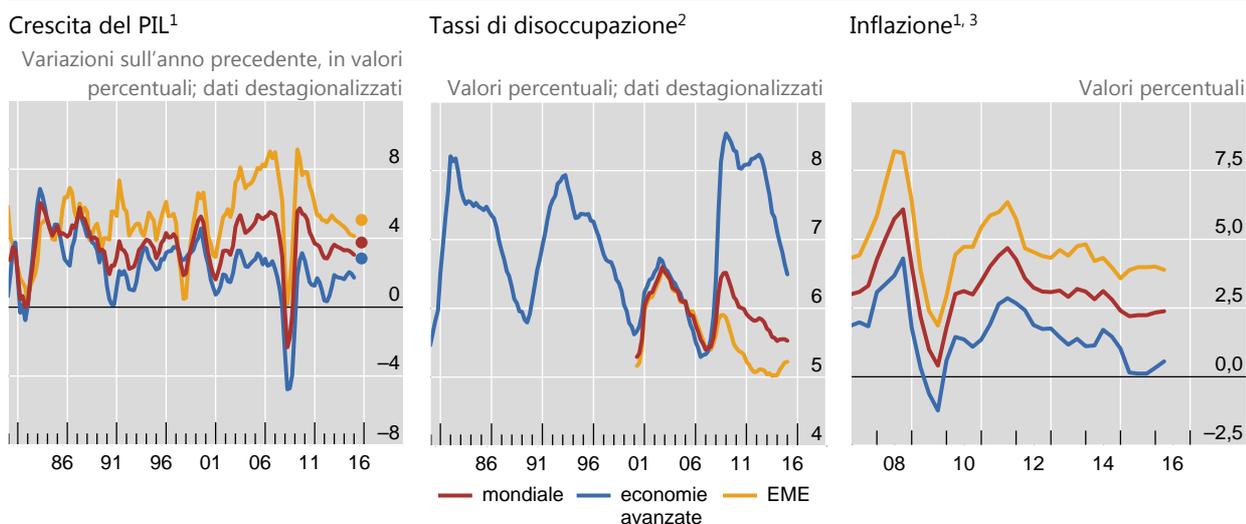
L'espansione mondiale prosegue. Tuttavia, l'economia continua a trasmettere la sensazione di un aggiustamento disomogeneo e incompleto. Le aspettative non sono state soddisfatte, la fiducia non è stata ripristinata e le enormi oscillazioni dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime nell'ultimo anno forniscono avvisaglie della necessità di un riallineamento di fondo. Quanto siamo lontani da un'espansione mondiale robusta e sostenibile?

Guardando in prospettiva, i parametri consueti segnalano che gli andamenti macroeconomici non sono così negativi come la retorica a volte sembra indicare (grafico I.1). È vero che le proiezioni di crescita a livello mondiale ancora una volta sono state riviste al ribasso, com'è successo regolarmente dalla Grande Crisi Finanziaria in poi. Ma è vero anche che i tassi di crescita non sono così lontani dalle medie storiche, e in una serie di casi rilevanti sono al di sopra delle stime del prodotto potenziale. Anzi, se si tiene conto delle tendenze demografiche, la crescita per persona in età lavorativa è addirittura leggermente superiore alle tendenze di lungo periodo (Capitolo III). Analogamente, i tassi di disoccupazione in generale sono calati e in molti casi sono vicini ai valori storici o alle stime sulla piena occupazione. E anche se l'inflazione è ancora al di sotto degli obiettivi specifici nelle grandi economie avanzate, può essere considerata sostanzialmente in linea con il concetto di stabilità dei prezzi. In verità, la pessimistica espressione "ripresa in atto" non rende pienamente giustizia alla strada percorsa dall'economia mondiale dopo la crisi.

Meno confortante è il contesto in cui questi indicatori economici si evolvono e le prospettive future che potrebbero segnalare. Si potrebbe parlare di una "triade del rischio": una crescita della produttività insolitamente bassa, che getta un'ombra su futuri miglioramenti del tenore di vita; livelli di indebitamento mondiale storicamente

L'economia mondiale non è così debole come la retorica sembra indicare

Grafico I.1



Nel diagramma di sinistra i punti indicano le medie nel periodo 1982-2007.

¹ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio a PPA. ² Medie ponderate in base ai livelli della forza lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ³ Prezzi al consumo.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

elevati, che pongono rischi per stabilità finanziaria; margini di manovra estremamente ristretti per le politiche, che accrescono di molto la vulnerabilità dell'economia mondiale.

Come osservato nella Relazione annuale dello scorso anno, un segnale alquanto visibile di questo disagio, e di cui molto si è dibattuto, sono i livelli eccezionalmente e persistentemente bassi dei tassi di interesse. E da allora sono calati ulteriormente (grafico I.2, diagramma di sinistra). I tassi ufficiali depurati dall'inflazione si sono spinti ancora di più sotto lo zero: mai, nel dopoguerra, sono rimasti per così tanto tempo in territorio negativo. Inoltre, la Bank of Japan si è unita alla BCE, alla Sveriges Riksbank, alla Danmarks National Bank e alla Banca nazionale svizzera, adottando a sua volta tassi ufficiali nominali negativi. A fine maggio, quasi \$8 000 miliardi di titoli di debito sovrano, inclusi titoli con scadenze lunghe, venivano scambiati a rendimenti negativi: è un nuovo record (grafico I.2, diagramma di destra).

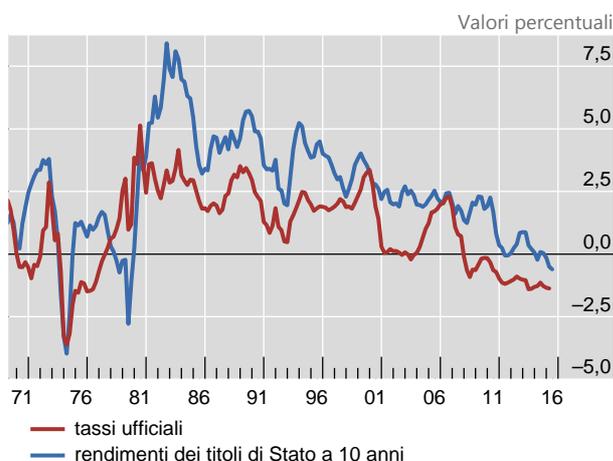
Questi tassi di interesse ci dicono molte cose. Ci dicono che gli operatori di mercato guardano al futuro con una certa apprensione, che a dispetto degli enormi sforzi messi in campo dalle banche centrali dopo la crisi l'inflazione rimane persistentemente bassa e la crescita deludente, e che la politica monetaria ormai da troppo tempo è gravata di responsabilità eccessive. Il contrasto fra una crescita mondiale non lontana dalle medie storiche e tassi di interesse su livelli così bassi è particolarmente netto e trova riscontro anche in segnali di fragilità sui mercati finanziari e di tensioni sui mercati dei cambi.

Interpretare l'evoluzione dell'economia mondiale è un esercizio irto di difficoltà, ma è indispensabile se vogliamo individuare possibili rimedi. Come nelle ultime Relazioni annuali, proponiamo un'interpretazione focalizzata su aspetti finanziari, di rilievo mondiale e di medio termine. La nostra ipotesi è che la situazione attuale rifletta, in misura non trascurabile, l'incapacità di affrontare costosissimi boom e bust finanziari ("cicli finanziari"), che hanno lasciato cicatrici economiche profonde e hanno reso difficile conseguire un'espansione mondiale robusta, equilibrata e sostenibile: il tratto distintivo di una ripresa disomogenea che fa seguito a una recessione

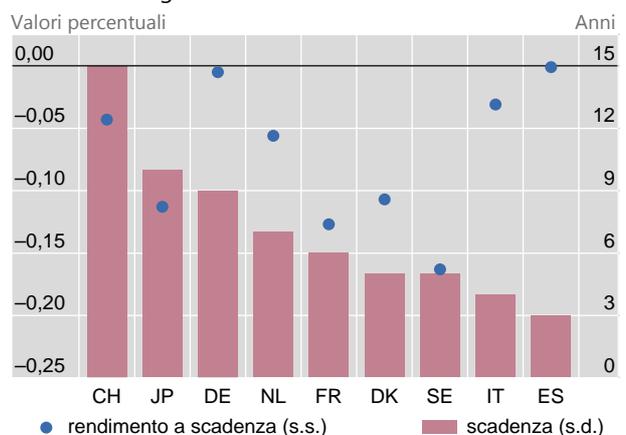
I tassi di interesse rimangono eccezionalmente e persistentemente bassi

Grafico I.2

Tassi nei paesi del G3, al netto dell'inflazione¹



Massima scadenza dei titoli di Stato scambiati a rendimenti negativi²



¹ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio a PPA mobili; tasso ufficiale nominale (rendimento) meno l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia. ² Obbligazioni generiche Bloomberg; alla data del 27 maggio 2016.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

patrimoniale. Da troppo tempo il debito svolge la funzione di surrogato politico e sociale per la crescita del reddito.

Questa interpretazione fornisce argomentazioni a sostegno della necessità di un urgente riequilibrio delle politiche, con una maggiore attenzione alle misure strutturali, agli andamenti finanziari e al medio termine. Un elemento chiave in tal senso sarebbe una valutazione più approfondita dell'impatto cumulato delle politiche sulle consistenze di debito, sull'allocazione delle risorse e sui margini per le manovre di policy perché l'assenza di questa valutazione limita le opzioni percorribili quando il futuro, alla fine, diventerà presente. I trade-off intertemporali sono essenziali.

In questa Relazione annuale aggiorneremo e approfondiremo alcuni di questi temi nonché le complesse sfide che pongono sul piano dell'analisi e delle politiche. Questo capitolo fornirà una panoramica delle questioni: per prima cosa, passerà in rassegna l'evoluzione dell'economia mondiale nell'anno trascorso; quindi esplorerà più a fondo alcune delle forze in gioco, collocando gli elementi dei necessari riallineamenti macroeconomici in una prospettiva di più lungo termine e valutando i rischi che si prospettano; infine, trarrà una serie di considerazioni in ordine alle politiche.

L'economia mondiale: gli andamenti significativi dell'anno passato

In generale, l'andamento dell'economia mondiale nell'anno in esame ha ricalcato le dinamiche osservate negli anni precedenti, con segnali di tensione ricorrente fra gli andamenti macroeconomici e i mercati finanziari.

Il prodotto mondiale ancora una volta è cresciuto più lentamente del previsto, anche se il 3,2% del 2015 è stato solo leggermente inferiore al dato del 2014 e non lontano dalla media del periodo 1982-2007 (Capitolo III). A conti fatti, la prevista alternanza della crescita fra le economie di mercato emergenti (EME) e le economie avanzate non si è concretizzata, perché le economie avanzate non si sono rafforzate abbastanza da compensare la debolezza delle EME esportatrici di materie prime. Al momento della stesura della relazione, le previsioni di Consensus indicano un graduale rafforzamento della crescita nelle economie avanzate e un recupero più accentuato nelle EME.

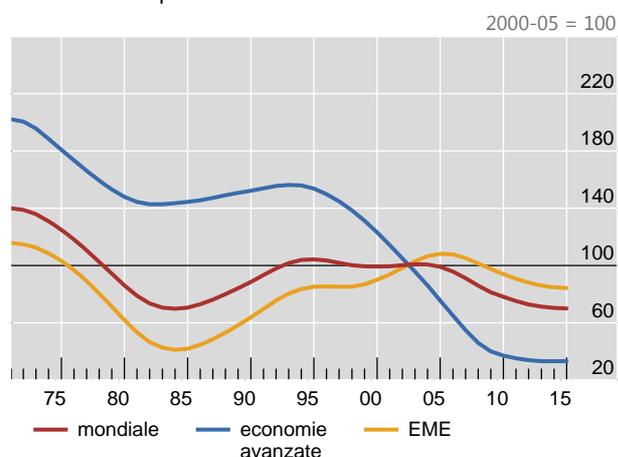
I mercati del lavoro hanno dato prova di una maggiore capacità di tenuta. Nelle economie più avanzate, incluse tutte le giurisdizioni più estese, i tassi di disoccupazione hanno continuato a ridursi. Alla fine del 2015 il tasso aggregato era sceso al 6,5%, il livello che si riscontrava nel 2008, prima che avesse luogo la fase più rilevante dell'impennata provocata dalla crisi. Ciononostante, in alcuni casi la disoccupazione è rimasta su livelli preoccupanti, in particolare nell'area dell'euro e tra i giovani. Il quadro è stato più contrastato nelle EME, con una debolezza significativa accanto a una certa solidità: ma il tasso di disoccupazione aggregato in queste economie è salito leggermente.

Questo andamento differenziato – miglioramento dell'occupazione ma crescita modesta del prodotto – indica una debolezza nella crescita della produttività: è il primo elemento della triade del rischio (grafico I.3, diagramma di sinistra). La crescita della produttività è rimasta bassa, proseguendo in quel declino di lungo periodo

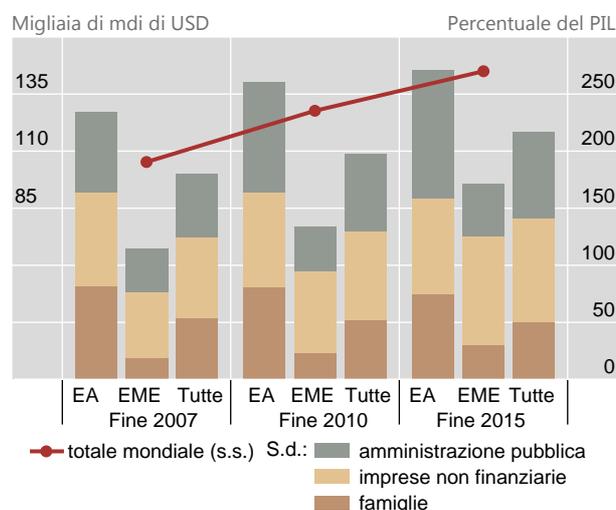
Il debito mondiale continua a salire e la crescita della produttività continua a calare

Grafico I.3

Crescita della produttività del lavoro¹



Debito mondiale



¹ Filtro Hodick-Prescott applicato al logaritmo della produttività annua del lavoro per persona occupata.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; The Conference Board, *Total Economy Database*; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

visibile quanto meno nelle economie avanzate e che ha avuto un'accelerazione in quelle colpite dalla crisi.

L'inflazione in generale è restata debole, tranne in alcune EME – in particolare nell'America Latina – che hanno subito drastici deprezzamenti della valuta (Capitolo IV). Nelle economie avanzate più grandi, giurisdizioni di emissione delle monete internazionali, l'inflazione di fondo, pur rimanendo al di sotto dell'obiettivo, è salita, anche se i tassi di inflazione complessiva sono rimasti notevolmente più bassi. La situazione di bassa inflazione ha prevalso anche in gran parte dell'Asia e dell'area del Pacifico, e nelle economie avanzate più piccole.

Una volta di più, un fattore cruciale in questi andamenti è stato l'ulteriore calo dei prezzi delle materie prime, in particolare il petrolio. Dopo alcuni segnali di recupero, durante la prima metà dello scorso anno, i prezzi del petrolio hanno ripreso a scendere drasticamente prima di registrare un parziale recupero negli ultimi mesi. Il calo generalizzato dei prezzi delle materie prime contribuisce a spiegare le dinamiche di crescita nei paesi esportatori e importatori di materie prime (Capitolo III). La conseguente contrazione nei paesi esportatori è stata compensata solo in parte dai deprezzamenti del cambio nel quadro di un apprezzamento del dollaro statunitense. Allo stesso modo, i cali dei prezzi delle materie prime gettano luce sull'ampliamento del divario fra inflazione complessiva e inflazione di fondo, e spiegano perché tassi di inflazione oltre i livelli di attenzione si siano accompagnati a un'attività economica debole (Capitolo IV).

Sullo sfondo, il rapporto debito/PIL ha continuato a crescere a livello mondiale: è il secondo elemento della triade del rischio (grafico I.3, diagramma di destra). Nelle economie avanzate più colpite dalla crisi, una certa riduzione o stabilizzazione dell'indebitamento del settore privato è stata, in linea di massima, compensata da un ulteriore incremento di quello del settore pubblico. Altrove, l'ulteriore aumento

dell'indebitamento del settore privato è stato o associato all'incremento di quello del settore pubblico o ne ha più che controbilanciato il calo.

La performance del settore finanziario è stata disomogenea (Capitolo VI). Nelle economie avanzate le banche si sono rapidamente adattate ai nuovi requisiti regolamentari, rafforzando ulteriormente la loro base patrimoniale. Ciononostante, i crediti in sofferenza sono rimasti su livelli molto elevati in alcuni paesi dell'area dell'euro. Inoltre, anche dove le condizioni economiche erano favorevoli, la redditività delle banche è stata alquanto modesta. Un dato preoccupante è che il merito di credito delle banche continua a scendere dalla crisi in poi, e i rapporti price-to-book di regola rimangono inchiodati sotto l'1. Nell'anno trascorso le compagnie di assicurazioni non sono andate molto meglio. Nelle EME, dove le condizioni creditizie sono generalmente più floride, il quadro del settore bancario è apparso più robusto. Si è tuttavia deteriorato là dove si è avuta una svolta del ciclo finanziario.

Sui mercati finanziari si sono alternate fasi di fragile calma e fasi di turbolenza (Capitolo II). La causa immediata della turbolenza è stata l'apprensione per le prospettive di crescita delle EME, in particolare la Cina. Un primo episodio ha avuto luogo nel terzo trimestre, e un altro, dopo che i mercati si erano placati, è scoppiato all'inizio del 2016 (una delle peggiori ondate di vendite mai osservate a gennaio). È seguita, a febbraio, una fase di turbolenza più breve, anche se più intensa, in cui sono state le banche a finire nell'occhio del ciclone. Fra le cause scatenanti, degli annunci sugli utili deludenti, l'incertezza normativa sul trattamento delle obbligazioni contingent convertible (CoCo) e soprattutto i timori per gli utili delle banche legati alle aspettative di tassi di interesse persistentemente più bassi in seguito alle mosse delle banche centrali. Da quel momento, i mercati si sono stabilizzati, tornando in particolare a sospingere i prezzi delle attività e i flussi di capitali verso le EME.

L'alternanza di fasi di calma e di turbolenza ha lasciato una chiara impronta sui mercati finanziari. Al termine del periodo, la maggior parte dei mercati azionari era in calo, anche se i rapporti prezzo/utili rimanevano piuttosto alti rispetto ai parametri storici, gli spread creditizi erano considerevolmente più alti, specie nel settore dell'energia e in molti paesi esportatori di materie prime, il dollaro statunitense si era apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute e i rendimenti a lungo termine erano precipitati a nuovi minimi.

In questo contesto, i margini di manovra per la politica macroeconomica si sono ridotti ulteriormente: è il terzo elemento della triade del rischio. Questo vale in particolare per la politica monetaria (Capitolo IV). È vero che la Federal Reserve ha cominciato a ritoccare al rialzo il tasso ufficiale, dopo averlo tenuto praticamente a zero per sette anni. Tuttavia, più avanti ha indicato che l'inasprimento sarebbe proseguito in modo più graduale di quanto originariamente programmato. Contestualmente, la politica monetaria è stata ulteriormente allentata in altre giurisdizioni chiave, sia tramite tassi di interesse più bassi sia tramite un'ulteriore espansione dei bilanci delle banche centrali. La riduzione dei margini di manovra vale anche, in una certa misura, per la politica di bilancio (Capitoli III e V). L'orientamento di quest'ultima nelle economie avanzate è diventato nel complesso più neutrale o propizio all'attività economica nel breve termine, e il processo di risanamento di lungo periodo si è interrotto. Nel contempo, la situazione dei conti pubblici nelle EME, in particolare quelle esportatrici di materie prime, è considerevolmente peggiorata.

L'economia mondiale: interpretazione e rischi

È facile cedere alla tentazione di guardare l'evoluzione dell'economia mondiale nel tempo come una serie di fotogrammi slegati tra loro o, per usare il gergo degli economisti, una serie di shock inattesi che scuotono la barca in un senso o nell'altro. Ma può essere più illuminante guardarla come se fosse un film, con scene chiaramente collegate tra di loro. Man mano che la trama si sviluppa, gli attori scoprono che quello che hanno fatto nella prima parte della pellicola restringe inevitabilmente le cose che possono ragionevolmente fare dopo, talvolta in modi che non avevano preventivato. Tornando a usare il gergo degli economisti, non sono solo gli "shock" che contano, ma anche gli "stock", le circostanze di fondo che si sono evolute. Il punto di vista che proponiamo può contribuire a spiegare non solo come siamo arrivati a questo punto, ma anche cosa potrebbe riservarci il futuro¹. Vale la pena passare brevemente in rassegna le caratteristiche fondamentali di questo film.

Interpretazione: un film

Come argomentato nelle precedenti Relazioni annuali, il film che meglio descrive la situazione attuale dell'economia mondiale probabilmente è cominciato molti anni fa, prima ancora che la crisi colpisse. E per molti versi, l'ombra lunga della crisi si proietta tuttora su di noi.

La crisi sembra aver ridotto in modo permanente il *livello* della produzione. L'evidenza empirica fornisce sempre maggiori indicazioni sul fatto che dopo una crisi finanziaria la crescita può tornare alla sua precedente tendenza di lungo periodo, ma il livello del prodotto, di regola, no. Pertanto, si viene a creare un divario permanente fra la tendenza del livello del prodotto prima e dopo la crisi (Capitolo V). Su queste basi, considerando l'ampiezza e la profondità quasi senza precedenti della recente crisi, sarebbe irrealistico pensare che la produzione possa ritornare alla sua tendenza precedente. Di qui i continui risultati deludenti e il graduale arretramento dello stime sul prodotto *potenziale*.

Tutto ciò implica che la crisi, almeno per un po', avrebbe dovuto ridurre anche la *crescita* della produzione potenziale. Il persistente, e per altri versi sconcertante, rallentamento della crescita della produttività è coerente con questa visione. Ci sono molte ipotesi possibili per spiegare i meccanismi all'opera, ma una probabilmente sottovalutata è il lascito dello smisurato boom finanziario precedente (Capitolo III). Un recente studio della BRI che copre oltre 20 economie avanzate e un arco temporale di 40 anni suggerisce tre conclusioni: i boom finanziari possono minare la crescita della produttività mentre sono in corso; una fetta importante di questa erosione è frutto normalmente dello spostamento della manodopera verso settori con una crescita della produttività più bassa; e, cosa più importante, l'impatto delle allocazioni distorte delle risorse che si verificano *durante un boom* sembra essere molto più ampio e persistente nel momento in cui al boom segue una crisi.

Gli effetti che ne rivengono sulla crescita della produttività possono essere importanti. Mettendo insieme, per esempio, 5 anni di boom e 5 anni di post-crisi, l'impatto cumulato equivarrebbe a una perdita di circa 4 punti percentuali. Per dirla

¹ Cfr. J. Caruana, "Credit, commodities and currencies", intervento presso la London School of Economics, 5 febbraio 2016; e C. Borio, "The movie plays on: a lens for viewing the global economy", intervento durante il FT Debt Capital Markets Outlook, Londra, 10 febbraio 2016.

in altri termini, per il periodo 2008-2013 la perdita potrebbe equivalere a circa 0,5 punti percentuali l'anno per le economie avanzate che hanno registrato una fase di boom e bust. Ciò corrisponde, grosso modo, alla crescita media *effettiva* della loro produttività durante la stessa finestra temporale. I risultati indicano che, in aggiunta ai ben noti effetti debilitanti dovuti alla carenza di domanda aggregata, l'impatto dei boom e bust finanziari sul versante dell'*offerta* non sono trascurabili.

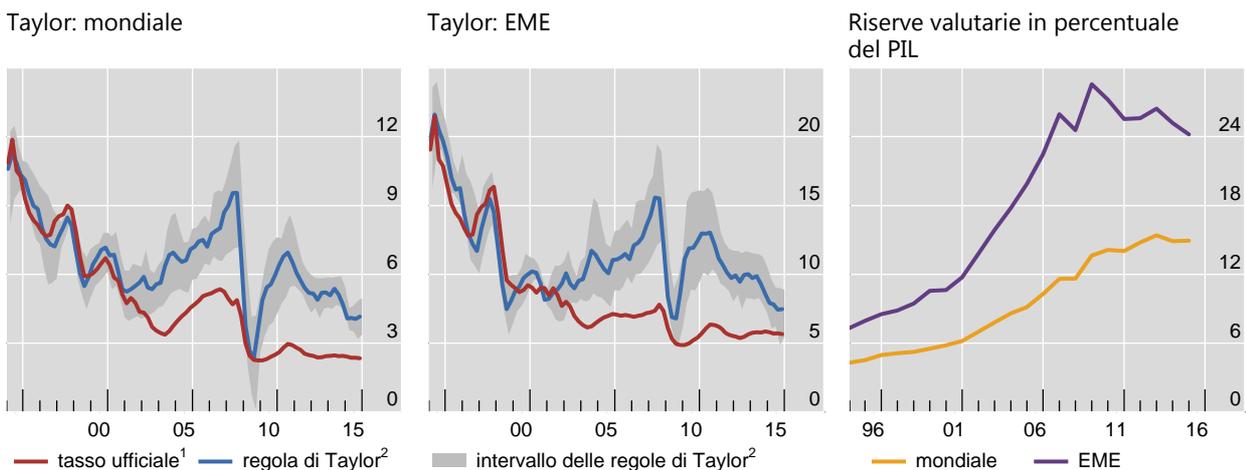
In questo film, la risposta delle autorità è riuscita a stabilizzare l'economia durante la crisi, ma quando gli eventi si sono dispiegati e la ripresa si è dimostrata più debole del previsto, non è stata sufficientemente equilibrata. Ha dedicato troppa poca attenzione al risanamento dei bilanci e agli interventi strutturali rispetto alle misure tradizionali per stimolare la domanda aggregata. In particolare, la politica monetaria ha dovuto farsi carico della gran parte dell'onere, perfino in un momento in cui la sua efficacia era seriamente messa in discussione. Dopo tutto, le difficoltà del sistema finanziario rendevano più arduo il compito delle politiche di allentamento, gli operatori del settore privato sovraindebitati tagliavano le spese e la politica monetaria poteva fare poco per facilitare il necessario riequilibrio nell'allocazione delle risorse. Man mano che le autorità premevano con più forza sull'acceleratore, i margini di manovra si restringevano progressivamente.

Tutto questo ha avuto conseguenze più ampie a livello mondiale. Per cominciare, con i canali interni della politica monetaria che sembravano perdere di efficacia, il tasso di cambio, come logico, ha assunto un ruolo prominente (Capitolo IV). Inoltre, la resistenza a uno sgradito apprezzamento della valuta in altri paesi ha contribuito a diffondere condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti al resto del mondo, come attestano i tradizionali indicatori di riferimento (grafico I.4): l'allentamento ha indotto l'allentamento. Oltre a ciò, l'orientamento monetario eccezionalmente accomodante nei paesi di emissione di monete internazionali, in particolare gli Stati

Condizioni monetarie globali insolitamente accomodanti

Valori percentuali

Grafico I.4



¹ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio a PPA del 2005. ² I tassi Taylor sono calcolati $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, dove π è l'inflazione, y l'output gap, π^* l'obiettivo di inflazione e r^* il tasso di interesse reale a lungo termine, approssimato in questo caso dalla crescita tendenziale reale del prodotto. Gli intervalli sono basati su una serie di combinazioni inflazione/output gap. π^* è posto pari all'obiettivo ufficiale di inflazione, e negli altri casi alla media o alla tendenza del campione.

Fonti: B. Hofmann e B. Bogdanova, "Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation'?", *BIS Quarterly Review*, settembre 2012, pp. 37-49; FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Uniti, ha sospinto in modo diretto l'espansione del credito altrove: dal 2009 al terzo trimestre 2015 il credito denominato in dollari USA al settore non bancario fuori dagli Stati Uniti è cresciuto di oltre il 50%, arrivando a circa \$9 800 miliardi; e nelle EME è raddoppiato arrivando a circa \$3 300 miliardi. La liquidità mondiale ha avuto un'impennata con l'allentamento delle condizioni di finanziamento nei mercati internazionali (Capitolo III).

Insomma, dopo la crisi abbiamo assistito a una rotazione dei boom e bust finanziari in tutto il mondo. Il settore privato, nelle economie avanzate al cuore della crisi, ha cominciato lentamente a ridurre il suo indebitamento; altrove, in particolare ma non esclusivamente nelle EME, il settore privato ha accelerato il ritmo di re-indebitamento, con il progressivo affievolirsi del ricordo della crisi asiatica del 1997-98. Nelle EME hanno cominciato a comparire segnali di boom finanziari insostenibili, sotto forma di forti incrementi del credito e dei prezzi degli immobili e, come in precedenti episodi, dell'indebitamento in valuta estera. Gli apprezzamenti valutari non sono riusciti ad arrestare la marea. Anzi, come suggeriscono studi della BRI, potrebbero addirittura aver incoraggiato l'assunzione di rischio, rafforzando in apparenza la situazione patrimoniale dei mutuatari in valuta estera e inducendo i prestatori ad accordare altro credito (il "canale dell'assunzione di rischio") (Capitoli III e IV).

I prezzi delle materie prime, in particolare il petrolio, hanno rafforzato in modo cruciale questi andamenti: per questo si parla tanto di un "superciclo" delle materie prime (Capitolo III). Da un lato, la forte crescita di EME a più alta intensità energetica ha spinto in su i prezzi. La Cina, il compratore marginale di un'ampia fascia di materie prime, ha dato un enorme contributo lanciandosi, dopo la crisi, in una forte espansione alimentata dalla spesa pubblica e dal credito, invertendo il brusco calo dei prezzi indotto dalla crisi e offrendo una seconda giovinezza al boom delle materie prime. Dall'altro lato, le condizioni monetarie e finanziarie accomodanti hanno sospinto ulteriormente i prezzi delle materie prime. E i prezzi, salendo, hanno rafforzato i boom finanziari e le condizioni di liquidità esterna favorevoli per molti produttori di materie prime. Tale effetto di retroazione rafforzata ha acquisito slancio.

Quello a cui abbiamo assistito nell'anno passato potrebbe essere l'inizio di un importante, inevitabile e necessario riallineamento che porterà questi diversi elementi a invertire la rotta. In una serie di EME, non da ultima la Cina, i cicli finanziari nazionali sono arrivati alla fase di maturazione o di svolta, e la crescita ha rallentato. I prezzi delle materie prime sono calati. Più specificamente, l'azione combinata di un rallentamento dei consumi e di un ampliamento della produzione ha messo ancora di più sotto pressione il prezzo del petrolio. Oltre a ciò, l'inasprimento, reale e previsto, della politica monetaria statunitense, in un quadro in cui proseguono, altrove, le politiche di allentamento, ha sostenuto l'apprezzamento del dollaro. Ciò a sua volta ha inasprito le condizioni di finanziamento per gli operatori fortemente indebitati in questa valuta (Capitolo III).

Abbiamo visto anche che questo riallineamento non è né lineare né costante, ma rallenta o accelera quando cambiano le aspettative del mercato. Infatti, dopo la turbolenza del mercato finanziario all'inizio del 2016, i prezzi del petrolio sono ripartiti e il dollaro americano ha perso parte del terreno guadagnato in precedenza. In alcuni casi questi spostamenti del mercato rispecchiano shock di natura più politica, come le incertezze legate al referendum britannico sulla permanenza nell'Unione Europea. Ma in generale reagiscono alle stesse forze di fondo che da tempo modellano l'economia mondiale: i mutamenti delle aspettative sulla politica monetaria, l'evoluzione dei costi dell'indebitamento nelle principali valute e un ulteriore stimolo

alimentato dal credito in Cina. In definitiva, sono gli stock, molto più degli shock, a trainare l'aggiustamento mondiale.

Due fattori risaltano in questa narrazione: *il debito* e *l'impatto cumulato delle decisioni passate*.

Il debito può aiutare a spiegare meglio quelli che altrimenti sembrerebbero fulmini a ciel sereno (Capitolo III). In primo luogo, fa luce sul rallentamento delle EME e le dinamiche di crescita a livello mondiale. Il debito è il fulcro dei cicli finanziari nazionali e dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento legato all'indebitamento in valuta estera. Questo è evidente soprattutto per i produttori di materie prime, in particolare gli esportatori di petrolio, che hanno visto crollare le loro entrate e il valore delle attività a garanzia dei prestiti, con conseguenti voragini nei conti pubblici e grossi tagli agli investimenti. Il debito può essere anche una delle ragioni per cui la spinta ai consumi nei paesi importatori di petrolio è stata deludente, dovendo le famiglie puntellare i loro bilanci.

In secondo luogo, il debito fornisce indizi sui movimenti delle valute nell'anno passato e il loro impatto sulla produzione. Il debito in valuta estera accresce le spinte al deprezzamento delle valute nazionali, e di conseguenza all'apprezzamento della valuta di finanziamento, che nella maggior parte dei casi è il dollaro statunitense. I consistenti rimborsi di titoli di debito in dollari da parte delle imprese cinesi sono un esempio evidente. Ed evidenze empiriche indicano che un elevato debito in valuta estera indebolisce, e può addirittura controbilanciare interamente, l'effetto espansivo dovuto ai deprezzamenti sugli scambi commerciali (Capitolo III).

In terzo luogo, il debito suggerisce una ragione per la debolezza del prezzo del petrolio al di là dell'influenza di fattori più noti. Durante il recente boom delle materie prime, le compagnie petrolifere e del gas naturale si sono pesantemente indebitate sull'onda di condizioni di finanziamento insolitamente favorevoli. Le obbligazioni in essere di queste imprese sono cresciute da \$455 miliardi nel 2006 a \$1 400 miliardi nel 2014, il 15% ogni anno; i loro prestiti sindacati, inoltre, sono aumentati da \$600 miliardi a \$1 600 miliardi, il 13% annuo. Gran parte dell'indebitamento è riconducibile ai produttori di olio di scisto e alle compagnie petrolifere statali delle EME. Con il deteriorarsi della loro situazione finanziaria, queste imprese sono state condizionate a mantenere i rubinetti aperti per far fronte agli oneri di servizio del debito e per cautelarsi ancora di più contro l'assottigliamento dei ricavi.

Infine, il debito potrebbe addirittura far luce sullo sconcertante rallentamento della crescita della produttività. Se usato saggiamente, il credito è un potente motore di crescita economica sana. Ma, come già evidenziato, i boom del credito lasciati senza controllo possono essere parte del problema, lasciando un'ombra lunga dopo la fase di bust e fiaccando la crescita della produttività. Inoltre, l'eccesso di debito deprime gli investimenti, indebolendo ulteriormente la produttività. A sua volta, una produttività più debole rende più difficile sostenere gli oneri debitori, chiudendo il circolo vizioso.

L'impatto cumulato delle decisioni passate è all'origine del restringimento dei margini di manovra per le politiche. In ogni momento dato, la gamma ridotta di opzioni e i vincoli di carattere politico inducono nella tentazione di cercare di risolvere i problemi spingendo la domanda aggregata, senza curarsi dei mezzi e delle circostanze. Ma se le misure non si attagliano al caso specifico c'è il rischio di sprecare munizioni e non riuscire ad affrontare gli ostacoli che frenano la crescita. In questo caso, col passare del tempo le scelte di policy diventano sempre più limitate. E quando, alla fine, il domani diventa oggi, ci si può trovare a scoprire che i vantaggi di

breve termine hanno portato danni di lungo termine e peggiorato i trade-off impliciti nelle decisioni. Ritorneremo più avanti su questo argomento.

Interpretazione: stagnazione secolare o boom finanziari finiti male?

Questa interpretazione del rallentamento della crescita a livello mondiale susseguitosi alla crisi differisce in aspetti fondamentali da un'altra che sta prendendo piede: la stagnazione secolare. L'idea è piuttosto che l'economia mondiale abbia pagato il prezzo di una serie di boom finanziari finiti male. Prendiamo in esame, in forma estremamente stilizzata, le principali differenze fra le due visioni.

La variante più popolare della teoria della stagnazione secolare presuppone che il mondo sia afflitto da una carenza strutturale di domanda aggregata. Questa carenza esiste da prima della crisi ed è determinata da una serie di fattori ben radicati, fra cui l'invecchiamento della popolazione, una distribuzione del reddito iniqua e i progressi della tecnologia. Secondo questa visione, il boom finanziario precedente la crisi era il prezzo da pagare perché l'economia potesse procedere in linea con il suo potenziale. Il sintomo chiave di questo malessere è il declino dei tassi di interesse reali, sia a breve sia a lungo termine, che rimanda a pressioni disinflazionistiche endemiche.

Nell'ipotesi che proponiamo qui, il mondo è afflitto dall'incapacità di tenere sotto controllo boom finanziari che, una volta implosi, provocano danni duraturi. Lo smisurato e insostenibile boom finanziario che ha preceduto la crisi ha mascherato e aggravato il declino della crescita della produttività. E invece di essere il prezzo da pagare per un andamento soddisfacente dell'economia, ha contribuito, almeno in parte, al suo deterioramento, sia in forma diretta sia per effetto delle conseguenti contromisure di policy. Il sintomo decisivo del malessere è il declino dei tassi di interesse reali, sia a breve sia a lungo termine, accanto a rinnovati segnali di crescenti squilibri finanziari.

Come discusso dettagliatamente nella Relazione annuale dello scorso anno, l'interpretazione del livello eccezionalmente e persistentemente basso dei tassi di interesse gioca un ruolo dirimente. Secondo la teoria della stagnazione secolare, e più in generale secondo le prospettive dominanti, questi tassi sono un fenomeno di equilibrio di lungo termine: sono necessari per colmare una carenza di domanda a livello mondiale che esisteva già prima della crisi. In quest'ottica, il segnale chiave è dato dal comportamento dell'inflazione. Secondo la teoria esposta in questo capitolo, i tassi di interesse non possono essere pienamente in equilibrio se contribuiscono a squilibri finanziari che presto o tardi provocheranno danni seri all'economia. Allo stesso modo, l'inflazione è una misura estremamente imprecisa per valutare le espansioni economiche sostenibili, come evidente già prima della crisi. Un fatto non così inatteso in particolare in un mondo soggetto a elevata globalizzazione, in cui le spinte concorrenziali e la tecnologia hanno eroso il potere di imporre i prezzi dei produttori e della manodopera e hanno reso molto meno probabili le spirali salari-prezzi del passato.

Stabilire quale delle due ipotesi sia più corretta è davvero arduo. Si potrebbero muovere diversi appunti alla teoria della stagnazione secolare, che inizialmente era stata elaborata per gli Stati Uniti. Non è facilmente conciliabile con il consistente disavanzo di conto corrente di quel paese prima della crisi, segnale che la domanda *interna* in realtà era *superiore* alla produzione. Il mondo in quegli anni registrava tassi di crescita record e tassi di disoccupazione ai minimi storici: non certo un segnale di carenze della domanda a livello *mondiale*. L'invecchiamento della popolazione influenza anche l'offerta, non solo la domanda, con conseguente prospettiva di una

crescita più bassa a meno di non riuscire a innalzare la crescita della produttività. Infine, il calo dei tassi di disoccupazione, in molti casi a livelli prossimi ai parametri storici o alle stime sulla piena occupazione, sembra segnalare limiti dell'offerta più che carenze della domanda.

Ma considerazioni di natura controfattuale implicano che l'evidenza empirica non può essere inoppugnabile, e questo lascia aperta la porta a interpretazioni contrastanti. In questa Relazione presentiamo diversi elementi di riscontro coerenti con la teoria della rilevanza dei boom e bust finanziari. In particolare forniamo evidenze che gli indicatori proxy del ciclo finanziario possono aiutare a fornire stime del prodotto potenziale e dell'output gap in tempo reale – con lo svolgersi degli eventi – più accurate di quelle comunemente usate in una definizione delle scelte di policy basata sui tradizionali modelli macroeconomici e sull'inflazione (Capitolo V). Questo risultato si integra perfettamente con la ben nota debolezza del legame empirico tra inflazione e capacità inutilizzata a livello nazionale nonché con precedenti evidenze sull'impatto dei boom creditizi sulla crescita della produttività. Nel Capitolo IV, proviamo anche che le catene di approvvigionamento internazionali possono essere un potente meccanismo che porta fattori globali a influire sull'inflazione a livello nazionale, indipendentemente dai vincoli di capacità interni. E forniamo riscontri del fatto che varianti di queste misure del ciclo finanziario possono aiutare a ricavare stime dei tassi di interesse di equilibrio più alte di quel che comunemente si pensa.

È importante sottolineare che *tutte* le stime dei tassi di interesse di equilibrio nel lungo periodo, sia a breve sia a lungo termine, sono inevitabilmente basate su una qualche visione implicita del funzionamento dell'economia. Semplici medie storiche si fondano sul presupposto che il tasso di interesse prevalente nel periodo sia quello "corretto". Quelle basate sull'inflazione partono dal presupposto che sia l'inflazione a fornire il segnale chiave; quelle basate sugli indicatori del ciclo finanziario – come le nostre, in gran parte – postulano che l'elemento rilevante siano le variabili finanziarie. Lasciare che siano i dati a determinare i risultati o usare restrizioni a priori: le metodologie possono differire nell'equilibrio fra questi due estremi (restrizioni più blande possono dare maggiore affidamento), ma invariabilmente l'incertezza che ne risulta è molto elevata.

Questa incertezza suggerisce che potrebbe essere imprudente fare forte affidamento sui segnali di mercato per esprimere giudizi su equilibrio e sostenibilità. Nulla garantisce che in un qualsiasi intervallo temporale il comportamento congiunto delle banche centrali, dei governi e degli operatori di mercato si tradurrà in tassi di interesse di mercato fissati al livello corretto, cioè coerente con un andamento positivo e sostenibile dell'economia (Capitolo II). D'altronde, considerando le enormi incertezze in gioco, quanta sicurezza possiamo avere che i risultati nel lungo periodo saranno quelli desiderati? Non potrebbe darsi che i tassi di interesse, come qualsiasi altro prezzo delle attività, rimangano disallineati per periodi molto lunghi? Solo il tempo e gli eventi ce lo diranno.

Rischi

L'analisi precedente mette in evidenza una serie di rischi legati all'interazione tra gli andamenti finanziari e la macroeconomia.

Il primo rischio riguarda le possibili distorsioni macroeconomiche originate dalla combinazione di due fattori: l'inasprimento della liquidità mondiale e la maturazione dei cicli finanziari nazionali. È come se due onde con diverse frequenze si fossero

unite per formarne una più potente. Segnali che questo processo stava prendendo piede sono apparsi nella seconda metà del 2015, quando l'indebitamento in valuta estera ha toccato l'apice e le condizioni per alcuni mutuatari, in particolare fra i produttori di materie prime, si sono inasprite. Dopo la turbolenza agli inizi del 2016, tuttavia, le condizioni finanziarie esterne generalmente si sono allentate, alleviando la pressione che proveniva dalla svolta dei cicli finanziari nazionali. In Cina, inoltre, le autorità hanno dato un'altra spinta all'espansione del credito totale, nel tentativo di evitare una drastica inversione di rotta e agevolare il necessario riequilibrio dell'economia in direzione della domanda interna e dei servizi. Il risultato è stato una riduzione delle tensioni nelle EME, anche se le vulnerabilità di fondo rimangono. Come spesso accade, gli eventi procedono per poi accelerare all'improvviso.

Dopo le crisi passate, le EME hanno fatto grandi passi avanti per rafforzare le loro economie e renderle più resistenti alle influenze esterne. Gli assetti macroeconomici sono più solidi, le infrastrutture finanziarie e i dispositivi regolamentari sono più forti e i tassi di cambio flessibili, abbinati ad ampi scudi valutari, accrescono i margini di manovra delle politiche. Per esempio, nonostante la peggiore recessione che si ricordi, il Brasile non ha ancora avuto una crisi indotta dall'esterno, e questo si deve in parte all'ampio utilizzo delle riserve valutarie per proteggere il settore delle imprese dalle perdite. Inoltre, almeno fino a questo momento, l'incremento delle perdite su crediti è stato contenuto. Più in generale, il debito in valuta estera delle EME in percentuale del PIL è minore di quanto non fosse prima di precedenti crisi finanziarie.

Ciononostante, la prudenza si impone. In alcune di queste economie, l'incremento del debito interno è sostanzioso e largamente superiore ai parametri storici. Il settore delle imprese ha avuto un ruolo particolarmente rilevante ed è lì che si è concentrata l'impennata del debito in valuta estera, nonostante la redditività sia calata a livelli più bassi di quelli delle economie avanzate, in particolare nel settore delle materie prime (Capitolo III). La riduzione dell'indebitamento esterno, soprattutto in Cina, sembra essere cominciata ma la scarsità di dati sui disallineamenti valutari rende difficile valutare le vulnerabilità. La crescita di nuovi operatori di mercato, in particolare gestori patrimoniali, può complicare la risposta delle autorità alle tensioni, perché modifica le dinamiche dello stress finanziario e mette alla prova la capacità delle banche centrali di fornire supporto di liquidità. Inoltre, il peso maggiore e la più stretta integrazione delle EME nell'economia mondiale indicano che l'impatto di qualsiasi tensione sul resto del mondo sarà più importante che in passato, sia attraverso il canale finanziario sia attraverso il canale commerciale (Capitolo III).

Il secondo rischio riguarda la *persistenza* di tassi di interesse eccezionalmente bassi, sempre più negativi anche in termini nominali e in alcuni casi perfino più bassi di quello che le banche centrali si attendevano. Il rischio ha una miccia lunga: il danno è meno evidente nell'immediato e cresce gradualmente con il tempo. Tassi del genere tendono a deprimere i premi di rischio e a gonfiare le valutazioni delle attività, rendendole più vulnerabili a un'inversione di tendenza – perché incoraggiano l'assunzione di rischio – e più sensibili a notizie economiche deludenti (snapback risk) (Capitolo II). Indeboliscono il sistema finanziario erodendo i margini netti di interesse delle banche, facendo aumentare i disallineamenti di rendimento delle compagnie assicurative e incrementando fortemente il valore delle passività dei fondi pensione (Capitolo VI). Inoltre, nel tempo possono avere un impatto debilitante sull'economia reale. I canali appena illustrati provocano questo effetto, anche indebolendo la capacità di prestito delle banche. Ma tale effetto si esplica anche incoraggiando l'ulteriore accumulo di debito e non indirizzando più risorse scarse verso gli impieghi più produttivi. Più a lungo persistono condizioni così eccezionali, più diventa difficile

uscirne. I tassi *nominali* negativi accrescono ulteriormente l'incertezza, specialmente quando rispecchiano scelte delle autorità (vedi sotto).

Il terzo rischio riguarda una perdita di fiducia nei responsabili delle politiche: più passa il tempo, più il divario fra le aspettative dell'opinione pubblica e la realtà grava sulla loro reputazione. Un caso di specie è la politica monetaria, sulle cui spalle è stata scaricata una parte sproporzionata dell'onere di riportare le economie sul sentiero virtuoso. Allo scoppio della crisi, la politica monetaria si è dimostrata fondamentale per stabilizzare il sistema finanziario e impedire che provocasse un tracollo più ampio dell'attività economica. Ma nonostante misure straordinarie e prolungate, le autorità monetarie hanno incontrato sempre maggiori difficoltà a riportare l'inflazione in linea con gli obiettivi ed evitare una crescita deludente del prodotto. Nel processo, i mercati finanziari sono diventati sempre più dipendenti dal supporto delle banche centrali e il margine di manovra delle politiche si è ristretto. Se questa situazione dovesse dilatarsi al punto da scuotere la fiducia dell'opinione pubblica nei responsabili delle diverse politiche, le conseguenze per i mercati finanziari e per l'economia potrebbero essere pesanti. Purtroppo, durante la turbolenza dei mercati di febbraio abbiamo visto i primi segnali concreti in tal senso.

L'economia mondiale: le politiche

La precedente analisi contiene indicazioni utili sulle politiche. Alcune riguardano cose che le autorità dovrebbero fare da subito, non ultimo un urgente riequilibrio che alleggerisca il fardello eccessivo che è stato caricato sulle spalle della politica monetaria. Altre riguardano l'architettura dei quadri di riferimento. Può essere utile trattarle in ordine inverso, per non perdere di vista la destinazione finale al momento di imbarcarsi per il viaggio.

Verso un quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria

La destinazione è una serie di dispositivi che incorporano sistematicamente considerazioni legate alla stabilità finanziaria nella tradizionale analisi macroeconomica: è quello che in passato abbiamo definito un "quadro di riferimento per la stabilità macro-finanziaria"². Il quadro di riferimento è pensato per affrontare in modo più efficace i boom e bust finanziari che provocano così tanti danni all'economia. Nella sua definizione minima dovrebbe comprendere politiche prudenziali, monetarie e di bilancio, unitamente a un forte sostegno dalle misure strutturali. La sua caratteristica operativa fondamentale è che le autorità dovrebbero contrastare in modo più esplicito i boom finanziari e in modo meno aggressivo, e soprattutto meno persistente, le fasi di bust finanziari.

Questa politica più simmetrica sull'arco dei cicli finanziari potrebbe contribuire a moderarli e a evitare quella progressiva perdita di margine di manovra per le politiche che rappresenta un serio limite degli assetti correnti. Un sintomo di questa perdita di margine di manovra è l'incremento incessante del rapporto debito-PIL, sia privato che pubblico. Un altro sintomo è il livello eccezionalmente basso dei tassi ufficiali. Se

² Per il primo uso del termine, cfr. la *75ª Relazione annuale*. Per una precedente elaborazione di alcuni degli aspetti dei quadri di riferimento, cfr. il Capitolo I dell'*84ª Relazione annuale* e il Capitolo I dell'*85ª Relazione annuale*.

tale declino riflette in parte, senza dubbio, fattori secolari che sfuggono al controllo delle autorità, in parte riflette anche la risposta asimmetrica di queste ultime, che può contribuire all'accumulo di squilibri finanziari e ai costi che questi comportano nel lungo periodo per la produzione e la produttività. Questo fa insorgere il rischio di una trappola del debito, in cui, man mano che il debito cresce, diventa più difficile innalzare i tassi senza provocare danni. Significa inoltre che, *su orizzonti temporali sufficientemente lunghi*, i tassi di interesse bassi, in una certa misura, finiscono per legittimarsi da soli. I tassi bassi contribuiscono a modellare il contesto economico che i responsabili delle politiche danno per scontato quando il domani diventa oggi. In questo senso, i tassi bassi generano tassi più bassi (cfr. più avanti).

Quanti progressi sono stati realizzati nella politica prudenziale, nella politica di bilancio e nella politica monetaria?

La politica prudenziale

La politica prudenziale è quella che ha fatto i maggiori passi avanti. La strategia è stata quella di costruire dispositivi regolamentari dotati di un forte orientamento sistemico (macroprudenziale) basato su fondamenta solide. Con il supporto della comunità internazionale, le autorità nazionali nel corso dell'anno passato hanno preso ulteriori misure per creare o implementare quadri di riferimento macroprudenziali pensati principalmente per rafforzare la capacità di tenuta e contenere l'accumulo di squilibri finanziari. Anche se si tratta ancora di un lavoro in corso, la direzione è chiaramente fissata.

Nella regolamentazione delle banche, una priorità per l'anno in corso è portare a termine lo schema di regolamentazione Basilea III. In tal senso, sarà fondamentale garantire che il livello di patrimonio sia commisurato ai rischi sottostanti. Come confermano studi recenti della BRI, il dibattito pubblico tende a sottovalutare i benefici del patrimonio come fondamento stesso dell'attività di prestito, e a sopravvalutarne i costi (Capitolo VI). In tutte le banche un patrimonio più alto è associato a costi di raccolta più ridotti e a una maggiore attività di prestito: una banca più forte presta di più.

Una questione che è venuta alla ribalta nel periodo in esame è il collegamento tra riforme della regolamentazione e liquidità dei mercati (Capitoli II e VI). Negli ultimi due anni i marcati movimenti dei prezzi dei titoli di Stato più liquidi del pianeta – i buoni del Tesoro USA e i Bund tedeschi – hanno accentuato i timori sulla fragilità delle condizioni di liquidità. Più in generale, segnali di una minore liquidità sul mercato secondario in una serie di mercati del reddito fisso e di giacenze ridotte dei broker-dealer sono stati collegati a costi patrimoniali indotti dalla regolamentazione e altre restrizioni. L'evidenza che le istituzioni finanziarie potrebbero essere meno disposte che in passato a impegnarsi sull'arbitraggio delle quotazioni delle attività punta nella stessa direzione (Capitolo II).

Queste affermazioni devono essere valutate in un contesto ampio, perché le variazioni delle dinamiche di liquidità del mercato hanno molte origini. Nel caso dei mercati del reddito fisso, per esempio, la diffusione di piattaforme di negoziazione elettronica e della negoziazione algoritmica e ad alta frequenza ha giocato un ruolo chiave. Allo stesso modo, la crescita dell'industria della gestione patrimoniale probabilmente ha incrementato la domanda netta di servizi di liquidità. E dopo lo scoppio della crisi, i vertici delle banche e i loro azionisti hanno assunto una visione molto più critica del rapporto rischio-rendimento nel settore della negoziazione titoli. Cosa ancora più importante, prima della crisi il prezzo della liquidità era clamorosamente sottovalutato e questo ha contribuito a farla evaporare quando

sono cominciati i problemi: riprodurre una sottovalutazione tanto grossolana del prezzo è l'ultima cosa che vogliamo. La migliore tutela strutturale contro la liquidità "fair-weather" e il suo potere nocivo è evitare l'illusione di una liquidità di mercato permanente e migliorare la capacità di tenuta delle istituzioni finanziarie. Requisiti patrimoniali e di liquidità più forti non sono parte del problema, ma un elemento essenziale della soluzione. Market-makers più forti significano una liquidità di mercato più robusta.

La politica di bilancio

La politica di bilancio è un tassello mancante decisivo in un quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria. Nella progettazione della politica di bilancio la stabilità finanziaria in generale, e i cicli finanziari in particolare, non sono quasi presi in considerazione, né per gli obiettivi macroeconomici nel breve termine né per la sostenibilità nel lungo termine. Eppure la storia indica che le crisi finanziarie possono avere effetti dirompenti sui conti pubblici; inversamente, la progettazione della politica di bilancio può avere un impatto considerevole sulla stabilità finanziaria. Non si dovrebbe nemmeno sottovalutare il rischio di un circolo vizioso, in cui le debolezze dei bilanci del settore pubblico e di quello privato si alimentano a vicenda. È per questo che abbiamo dedicato a tali temi un intero capitolo (il Capitolo V).

Per proteggere il settore pubblico dai rischi per la stabilità finanziaria è necessario che tali rischi siano adeguatamente identificati e inseriti nelle poste di bilancio. Spesso e volentieri i boom finanziari, migliorando enormemente lo stato apparente dei conti pubblici, hanno cullato le autorità in un falso senso di sicurezza. Un boom sproporzionato e insostenibile spinge artificialmente le stime del prodotto potenziale, della crescita e degli introiti fiscali sostenibili, e maschera le passività eventuali legate ai fondi pubblici necessari per sostenere il risanamento del sistema finanziario nel momento in cui scoppia una crisi. Noi suggeriamo dei modi per produrre stime migliori dei saldi strutturali di bilancio e includerle in valutazioni più ampie del margine di manovra dei conti pubblici.

Inversamente, proteggere il sistema finanziario dal rischio sovrano presenta diversi aspetti. Uno di essi è come trattare i rischi sovrani nella regolamentazione e vigilanza prudenziale. Un punto cruciale è il trattamento del rischio di credito, che è sottoposto a revisione nello schema di regolamentazione Basilea III. Il principio dominante è che il requisito prudenziale dev'essere commisurato al rischio. Questo limiterebbe anche il pericolo di creare regole difformi tra il settore privato e il settore pubblico, indebolendo ancora di più il motore della crescita. Ma il diavolo si nasconde nei dettagli, e il rischio sovrano ha molte sfaccettature, che danno origine ai trade-off. Per esempio, la capacità dello Stato di "stampare moneta" riduce, anche se non elimina, il rischio di credito, ma può andare a discapito del rischio di inflazione, e di conseguenza del rischio di tasso di interesse e del rischio di mercato. Il bilancio dello Stato è il puntello della solidità di un'economia. Si può scappare, ma non ci si può nascondere. In ultima analisi, non c'è nulla che si possa sostituire a una solida posizione dei conti pubblici con un margine di manovra sufficiente a evitare l'instabilità macroeconomica e sostenere il sistema finanziario qualora se ne presenti la necessità.

Ci si può spingere un passo più in là e ragionare su come usare al meglio la politica di bilancio, in modo più attivo, per mitigare i rischi per la stabilità finanziaria. Una possibilità è renderla più anticiclica rispetto al ciclo finanziario. Un altro approccio, più strutturale, è quello di ridurre le garanzie implicite, che possono incoraggiare l'assunzione di rischio. Un altro ancora è usare la normativa fiscale per

limitare o eliminare il trattamento preferenziale del capitale di prestito rispetto al capitale di rischio, o per attenuare i cicli finanziari (ad esempio attraverso un'imposizione fiscale variabile nel tempo per il mercato immobiliare). Ognuna di queste opzioni complementari pone problemi di attuazione ben noti e spinosi. Alcune opzioni sono già state utilizzate. Tutte meritano ulteriori valutazioni approfondite.

La politica monetaria

La politica monetaria è a un bivio. Da un lato, è sempre più riconosciuto che può contribuire all'instabilità finanziaria alimentando i boom finanziari e l'assunzione di rischio e che la stabilità dei prezzi non garantisce la stabilità finanziaria. Dall'altro lato, c'è riluttanza a lasciare che giochi un ruolo di primo piano per prevenire l'instabilità finanziaria. La visione prevalente è che dovrebbe essere attivata solo se la politica prudentiale – la prima linea di difesa – non si dimostra all'altezza del compito. L'elaborazione di quadri di riferimento macroprudenziali offre un'ulteriore ragione per aderire a questa sorta di "principio di separazione".

Come nelle precedenti Relazioni annuali, noi siamo in favore di un ruolo più preminente per la politica monetaria. Sarebbe imprudente affidarsi esclusivamente a misure macroprudenziali. I cicli finanziari sono troppo potenti: lo dimostrano i segnali di un accumulo di squilibri finanziari in una serie di EME che hanno fatto attivamente ricorso a misure di questo tipo. E c'è una certa tensione nel premere contemporaneamente sull'acceleratore e sul freno, come farebbero le autorità se, per esempio, tagliassero i tassi di interesse e simultaneamente cercassero di compensare l'impatto sulla stabilità finanziaria rendendo più stringenti i requisiti prudenziali. Certo, per decidere se affidarsi di più alle misure monetarie o a quelle macroprudenziali bisogna tenere conto delle circostanze e delle caratteristiche specifiche dei singoli paesi, non ultimo il tasso di cambio e i flussi di capitali (Capitolo IV). Ma è lecito pensare che i due insiemi di strumenti funzionino meglio quando operano nella stessa direzione. Come minimo, perciò, i quadri di riferimento monetari dovrebbero contemplare la possibilità di irrigidire la politica anche se l'inflazione nel breve periodo appare sotto controllo.

Nella Relazione di quest'anno approfondiamo questo ragionamento analizzando più nel dettaglio i trade-off impliciti in una strategia del genere (Capitolo IV). In quali condizioni i costi del ricorso alla politica monetaria per contrastare gli squilibri finanziari sopravanzano i benefici? La risposta non è ovvia. Tuttavia, la nostra ipotesi è che alcune delle analisi standard possono sottovalutare i potenziali benefici sottovalutando i costi dell'instabilità finanziaria e la capacità della politica monetaria di influenzarla. Oltre a questo, c'è una certa tendenza a interpretare l'azione di contrasto in maniera troppo riduttiva. Di conseguenza, la banca centrale segue per la maggior parte del tempo una "normale" strategia orientata all'inflazione e se ne discosta soltanto nel momento in cui i segnali di squilibri finanziari diventano evidenti. In questo modo c'è il rischio di fare troppo poco e troppo tardi, o, ancora peggio, di dare l'impressione di accelerare proprio il risultato che si sta cercando di evitare.

Può essere più utile concepire una politica monetaria orientata alla stabilità finanziaria come una politica che prenda *sistematicamente* in considerazione gli andamenti finanziari, *sia* durante le fasi di espansione *sia* durante le fasi di contrazione. L'obiettivo sarebbe mantenere in equilibrio il lato finanziario dell'economia. Alcune conclusioni preliminari sembrano indicare che arricchendo una regola standard di politica monetaria con semplici indicatori proxy del ciclo finanziario può essere possibile mitigare i boom e bust finanziari, con notevoli

guadagni per il prodotto nel lungo periodo. Una strategia di questo tipo potrebbe anche limitare il declino del tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo, o tasso di interesse naturale (il fenomeno dei tassi bassi che generano tassi più bassi).

Naturalmente, sono argomenti che pongono problemi analitici di enormi proporzioni. Queste conclusioni vanno prese con le dovute riserve e rappresentano soltanto un contributo al dibattito. Suggestiscono, tuttavia, che potrebbe essere imprudente applicare una politica di contrasto selettiva. Inoltre, rimandano a quadri di riferimento che consentano una sufficiente flessibilità non solo quando gli squilibri finanziari sono in fase più che avanzata, ma durante tutto il ciclo finanziario, sia nella fase di boom sia in quella di bust. Sottolineano infine il fatto che le decisioni correnti possono limitare le opzioni future di politica monetaria.

Che cosa fare adesso?

La nostra analisi suggerisce che politiche diverse avrebbero potuto condurci a una situazione migliore. I trade-off sono ora più gravosi e le opzioni si sono ridotte. E allora, che cosa si può fare adesso?

Una priorità fondamentale è riequilibrare la combinazione delle politiche, oggi troppo sbilanciata dal lato della politica monetaria: è una necessità pienamente riconosciuta dalle autorità di policy. In tal senso, tuttavia, è fondamentale concentrare l'attenzione non soltanto sulle problematiche immediate, ma anche su quelle di più lungo termine. Ma come? Prendiamo in considerazione, separatamente, le diverse politiche: prudenziali, di bilancio, monetarie e strutturali.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, la priorità, oltre a portare a termine le riforme, è duplice, a seconda delle circostanze specifiche dei singoli paesi. Nei paesi colpiti dalla crisi è essenziale portare a compimento il risanamento dei bilanci delle banche, ancora in ritardo in diverse giurisdizioni, e ricreare le basi per una redditività duratura. Per massimizzare le risorse interne delle banche non va escluso, ove appropriato, di imporre restrizioni sui pagamenti dei dividendi. Un punto cruciale: questo processo può richiedere l'apporto della finanza pubblica, quando il bilancio pubblico debba contribuire al risanamento patrimoniale delle banche. Fare in modo che le banche abbiano bilanci immacolati e siano ben capitalizzate è il modo migliore per allentare la pressione sulle altre politiche e renderle più incisive. Inoltre, per ripristinare la redditività a lungo termine del settore bancario è necessario anche eliminare l'eccesso di capacità, e una vigilanza stringente può fare da catalizzatore in questo senso.

Nei paesi non colpiti dalla crisi, dove i boom finanziari sono in fase più avanzata o hanno già invertito la direzione, è essenziale rafforzare le difese contro possibili tensioni finanziarie. Le autorità devono continuare a fare affidamento attivo su strumenti macroprudenziali e devono intensificare la vigilanza per individuare e risolvere rapidamente qualsiasi deterioramento nella qualità delle attività.

Per quanto riguarda la politica di bilancio, la priorità è contribuire a rafforzare le basi per una crescita sostenibile, evitando di destabilizzare la dinamica del debito. Un meccanismo è quello di migliorare la *qualità* della spesa pubblica, che in molti paesi è già quasi a livelli record in rapporto al PIL, in particolare spostando il baricentro dai trasferimenti correnti agli investimenti, sia in capitale fisico sia in capitale umano. Un secondo meccanismo è quello di supportare il risanamento dei bilanci del settore privato. Un terzo meccanismo è quello di usare i margini di manovra delle politiche di bilancio per integrare le riforme strutturali. Un quarto meccanismo è quello di

effettuare oculatamente investimenti in infrastrutture, dove sia necessario e a condizione che sia assicurata una governance adeguata. Un ultimo, fondamentale passo è quello di ridurre le distorsioni della normativa fiscale, inclusa la propensione in favore del debito.

Nel processo, è importante non sopravvalutare i margini di manovra delle politiche di bilancio. Gli impegni di spesa a lungo termine legati all'invecchiamento della società incombono minacciosi sullo sfondo. Il debito in generale è ai massimi storici in rapporto al reddito. Inoltre, le riserve aggiuntive necessarie per i rischi per la stabilità finanziaria possono essere considerevoli (Capitolo V). In alcuni paesi il crollo dei prezzi delle materie prime ha già messo a nudo la mancanza di margini di manovra; e in quei paesi dove sono in corso boom finanziari insostenibili, questi margini di manovra possono apparire ingannevolmente ampi. I livelli prevalenti dei tassi di interesse, eccezionalmente bassi, non devono essere presi come una guida affidabile per decisioni a lungo termine. Possono garantire un po' di respiro, ma dovranno tornare a livelli più normali. Il rischio che la politica monetaria diventi subordinata alla politica di bilancio (la fiscal dominance) è molto concreto.

Per quanto riguarda la politica monetaria, è fondamentale riequilibrare la valutazione dei rischi nell'attuale orientamento globale. Le politiche eccezionalmente accomodanti in vigore stanno raggiungendo i loro limiti. L'equilibrio fra costi e benefici si sta deteriorando (Capitolo IV). In alcuni casi, gli operatori di mercato hanno cominciato a mettere in discussione l'efficacia di ulteriori misure di allentamento, anche perché l'impatto sulla fiducia è sempre più dubbio. I singoli passi incrementali diventano meno convincenti quando si mette a fuoco la distanza crescente dalla normalità. L'accumulo di rischi e la necessità di riguadagnare margine di manovra per la politica monetaria potrebbero di conseguenza assumere un peso maggiore nelle decisioni. In pratica, e tenendo nella debita considerazione le circostanze specifiche dei singoli paesi, questo significa cogliere le opportunità disponibili dedicando maggiore attenzione ai costi connessi a impostazioni estreme della politica monetaria e ai rischi di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale. È importante soprattutto per le grandi giurisdizioni di emissione di monete internazionali, perché influenzano la politica monetaria nel resto del mondo.

Un cambiamento di questa portata poggia su una serie di condizioni preliminari. Primo: una valutazione più critica di quello che la politica monetaria può fare in modo credibile. Secondo: un pieno utilizzo della flessibilità consentita dai quadri di riferimento attuali per consentire, a seconda dei fattori che ne sono alla base, deviazioni dell'inflazione temporanee, ma potenzialmente persistenti, dagli obiettivi. Terzo: una consapevolezza del rischio storico di sopravvalutare i costi di moderate diminuzioni dei prezzi e di spirali al ribasso destabilizzanti. Quarto: una mano salda e decisa, perché dopo così tanti anni di condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti e crescente dipendenza dei mercati finanziari dalle banche centrali, la strada sarà inevitabilmente accidentata. Ultimo: una strategia comunicativa che sia coerente con quanto sopra ed eviti il rischio di mettere l'accento sulla debolezza dell'economia. Considerando la strada già percorsa, le sfide in questione sono impegnative, ma non insormontabili.

L'esigenza di riequilibrare la combinazione delle politiche assegna una maggiore responsabilità alle politiche strutturali. Naturalmente, la loro implementazione deve fare i conti con seri ostacoli politici. A ciò va aggiunto che non producono necessariamente risultati nel breve termine, anche se questo dipende dalle misure specifiche e dal loro impatto sulla fiducia. Tuttavia, rappresentano il modo più sicuro

per rimuovere gli impedimenti alla crescita, sbloccare il potenziale delle economie e rafforzare la loro capacità di tenuta.

Sfortunatamente, in questo ambito il divario tra quello che servirebbe e quello che è stato realizzato è particolarmente ampio. L'importanza delle politiche strutturali è chiaramente riconosciuta: lo dimostra lo spazio che è stato riservato loro nelle deliberazioni del G20. Ed è riconosciuta anche la necessità di adattare alle condizioni specifiche di ciascun paese, al di là dei consueti appelli per la flessibilità nei mercati delle merci e del lavoro e per la creazione di condizioni favorevoli all'imprenditorialità e all'innovazione. Tuttavia, il bilancio dell'attuazione finora è stato molto deludente, con paesi che sono rimasti ben lontani dalla realizzazione dei loro piani e delle loro aspirazioni. È fondamentale raddoppiare gli sforzi.

In difesa delle banche centrali

La posta in gioco dell'indispensabile riequilibrio delle politiche è alta: per l'economia mondiale, per gli operatori di mercato e per i governi, e, non ultimo, per le banche centrali. Fin dai loro primi, incerti passi, nel XVII secolo, le banche centrali sono diventate indispensabili per la stabilità macroeconomica e finanziaria. La loro performance nel momento più acuto della crisi lo ha dimostrato una volta di più. L'indipendenza, sorretta dalla trasparenza e dalla responsabilità per il proprio operato, ha consentito alle banche centrali di agire con la determinazione necessaria per rimettere l'economia mondiale sulla via della ripresa.

Tuttavia, il fardello eccezionale che è stato caricato sulle spalle delle banche centrali dalla crisi in poi sta generando tensioni crescenti. Durante la Grande Moderazione, i mercati e l'opinione pubblica in generale sono arrivati a considerare le banche centrali come istituzioni onnipotenti. Dopo la crisi, sono arrivati ad attendersi che gestiscano l'economia, ripristinino la piena occupazione, garantiscano una crescita forte, preservino la stabilità dei prezzi e rendano inattaccabile il sistema finanziario. Ma è un mandato troppo esteso che le banche centrali da sole non sono in grado di adempiere. Le misure straordinarie assunte per stimolare l'economia mondiale in alcuni casi hanno messo in discussione i limiti entro i quali sia legittimo che operi l'istituzione, con conseguente aumento dei rischi per la sua reputazione, la sua legittimazione percepita e la sua indipendenza.

C'è un'urgente necessità di affrontare questi rischi, per consentire alle banche centrali di perseguire efficacemente la stabilità monetaria e finanziaria. Condizione preliminare è un maggior realismo su ciò che le banche centrali possono e non possono conseguire. Senza di esso, gli sforzi sono destinati a fallire nel lungo periodo. Una priorità complementare è salvaguardare l'indipendenza delle banche centrali all'interno di un quadro istituzionale più ampio, che distingua chiaramente tra le responsabilità delle banche centrali e quelle delle altre autorità. Tutto questo è stato pienamente riconosciuto nel campo della stabilità finanziaria: da qui l'intensificazione degli sforzi, dopo la crisi, per creare accordi strutturati finalizzati a portare avanti questo compito comune. Ma bisogna dedicare maggiore attenzione al campo della politica macroeconomica tradizionale, dove la linea di separazione tra misure monetarie e misure di bilancio diventa sempre più indistinta. L'indipendenza, sostenuta dalla trasparenza e dalla responsabilità per il proprio operato, rimane fondamentale come sempre.

Conclusione

Se valutato alla luce di parametri storici, l'andamento dell'economia mondiale in termini di produzione, occupazione e inflazione non è così debole come la retorica a volte sembra indicare. Anzi, perfino il termine "ripresa" forse non rende pienamente giustizia alla situazione corrente (Capitolo III). Ma il passaggio a un'espansione più robusta, equilibrata e sostenibile è minacciato da una "trinità del rischio": livelli di indebitamento troppo alti, crescita della produttività troppo bassa e margini di manovra per le politiche troppo ristretti. Il segnale più rilevante di questa situazione sono i tassi di interesse che continuano a restare su livelli persistentemente ed eccezionalmente bassi, e che anzi sono calati ulteriormente nel periodo in esame. L'economia mondiale non può più permettersi di fare affidamento su un modello di crescita alimentato dal debito, che l'ha condotta in questa situazione.

Per un cambio di marcia è urgentemente necessario riequilibrare la combinazione delle politiche. Da troppo tempo la politica monetaria è gravata di un fardello eccessivo. La politica prudenziale, la politica di bilancio e soprattutto le politiche strutturali devono assumere un ruolo preminente ma ciò deve avvenire senza cedere alla tentazione di soluzioni facili o scorciatoie. Le misure devono mantenere un solido orientamento di lungo termine. Abbiamo bisogno di politiche di cui non doverci pentire di nuovo quando il futuro diventerà presente.