

## Il riallineamento mondiale e il riequilibrio delle politiche

Discorso di Jaime Caruana

Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali

in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca

tenuta in Basilea il 26 giugno 2016

Buongiorno signore e signori,

desidero darvi il mio più caloroso benvenuto alla presentazione della Relazione annuale BRI di quest'anno. Con questa Relazione offriamo il nostro contributo al dibattito in corso tra responsabili delle politiche, esponenti del settore privato e studiosi sull'economia mondiale, apportando una prospettiva di medio termine, che ci consente di comprendere le tendenze di fondo che determinano l'economia mondiale.

Prima di passare alla presentazione, vorrei dedicare qualche parola al referendum sull'UE nel Regno Unito, il cui esito si è tradotto in un'elevata volatilità nei mercati.

Le banche centrali e il settore privato hanno predisposto ampi e articolati piani di emergenza per gestire le turbative nei mercati finanziari. Nel settore privato, la presenza di dotazioni di liquidità e di capitale più robuste per le banche accrescono la capacità di tenuta dei principali sistemi finanziari. Le banche centrali hanno già fatto sapere con chiarezza che stanno monitorando attentamente la situazione e sono pronte a prendere le misure necessarie per assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati. Nel passato hanno dimostrato di poter agire con rapidità e hanno a disposizione tutti gli strumenti per farlo anche ora.

È probabile che vi sarà un periodo di incertezza e di aggiustamento. Il Regno Unito è strettamente integrato nell'economia mondiale e ospita uno dei maggiori centri finanziari del pianeta. Una buona collaborazione e coordinamento a livello mondiale saranno fondamentali per fare in modo che l'incertezza venga contenuta e l'aggiustamento proceda nel modo più lineare possibile. Ho ragione di credere che sarà così.

Tornerò ora alla Relazione annuale e alla sua prospettiva di medio termine. Uno dei principali argomenti della Relazione annuale di quest'anno è il riallineamento in corso nell'economia mondiale, un processo che deve ora affrontare anche l'ulteriore aggiustamento che ho appena menzionato. Parlerò dei rischi che si sono accumulati e di alcune priorità alla luce del "riequilibrio" delle politiche che raccomandiamo. Il punto cruciale è che, più che mai, la politica monetaria dovrà essere sostenuta dalle politiche prudenziali, di bilancio e strutturali.

Successivamente, Claudio Borio, capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e capo della ricerca, approfondiranno alcuni di questi punti.

### Un riallineamento mondiale

Dalla nostra precedente Assemblea generale ordinaria, l'economia mondiale ha continuato a crescere, e anzi ha registrato risultati migliori di quanto talune percezioni o la retorica sembrino indicare. È vero che



la crescita mondiale rimane disomogenea e al di sotto dei parametri di riferimento del periodo precedente alla crisi. Tuttavia, se si tiene conto delle tendenze demografiche, è leggermente al di sopra della media di lungo periodo. La creazione di posti di lavoro è stata vigorosa e la crescita in diverse grandi economie in realtà si colloca al di sopra del potenziale.

Al contempo, l'economia mondiale trasmette la sensazione di un aggiustamento incompleto e di fragile fiducia. I tassi di interesse sono scesi ancora più giù. La percentuale di obbligazioni in essere scambiate a rendimenti negativi ha raggiunto nuovi massimi. Anche prima delle turbative dei mercati degli ultimi giorni, vi erano stati movimenti molto accentuati dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime.

Questi andamenti possono essere visti come parte di un riallineamento in atto nell'economia mondiale, diventato più evidente durante lo scorso anno. Nella Relazione annuale sosteniamo che questo riallineamento riflette l'interazione di diverse forze di fondo operanti nel lungo termine.

Lasciate che mi soffermi su questo punto. Dopo la crisi, abbiamo assistito all'alternarsi di boom e bust finanziari in diverse parti del mondo. Nelle economie avanzate al centro della crisi, il settore privato ha cominciato lentamente a ridurre l'indebitamento. Contemporaneamente, l'indebitamento è risalito altrove. Segnali di boom finanziari insostenibili hanno cominciato a manifestarsi, specialmente nelle economie di mercato emergenti. Lo schema è stato simile a quello di boom precedenti: un forte incremento del credito e dei prezzi degli immobili, sostenuto dall'indebitamento in valuta estera.

I movimenti dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime hanno contribuito a determinare questa tendenza. Le dinamiche sono ben note: la forte crescita economica nelle economie emergenti a più alta intensità energetica ha spinto in alto i prezzi, che a loro volta hanno rafforzato i boom finanziari. Il rafforzamento delle valute ha conferito in apparenza maggiore solidità ai bilanci delle imprese nelle economie emergenti e ha ridotto i premi per il rischio di credito. In un contesto mondiale di liquidità abbondante, indebitarsi in valuta estera, in particolare in dollari statunitensi, è diventato molto facile e conveniente. Nella Relazione annuale analizziamo in maggiore dettaglio questo cosiddetto canale dell'assunzione di rischio. Hyun Shin ne parlerà più diffusamente nella sua presentazione.

Nel corso dell'anno passato, questi diversi elementi hanno cominciato a invertire la rotta: i cicli finanziari nazionali sono arrivati alla fase di maturazione in una serie di economie emergenti; la crescita ha rallentato; i prezzi delle materie prime sono calati. L'apprezzamento del dollaro, inoltre, sostenuto dall'orientamento, reale e previsto, della politica monetaria statunitense, ha irrigidito le condizioni di finanziamento, in particolare per gli operatori fortemente indebitati in tale valuta. Queste oscillazioni nelle condizioni di mercato hanno interagito con le vulnerabilità accumulate nel corso del tempo.

## Affrontare la "triade del rischio"

La Relazione annuale di quest'anno analizza tre fonti di rischio sottostanti per l'economia mondiale. I cicli finanziari sono stati un fattore ricorrente di questa "triade del rischio".

- La prima fonte è costituita dai crescenti livelli di indebitamento, sia privato, soprattutto nelle economie di mercato emergenti, sia pubblico nelle economie avanzate, dove i governi si sono sforzati di attutire le ricadute economiche della fase di bust.
- La seconda fonte di rischio è la minor crescita della produttività: il rallentamento della crescita della produttività è un processo complesso, con molti fattori in gioco. I cicli finanziari sono uno di essi: attraggono una quantità eccessiva di risorse in settori in espansione ma con bassa crescita di produttività quali le costruzioni; una volta che si concretizza la fase di bust ci vuole tempo prima che queste risorse allocate in maniera distorta tornino verso usi più produttivi. Le nostre analisi indicano che questi effetti possono essere significativi e duraturi.



- Il terzo fattore di rischio è l'assottigliarsi dei margini per le manovre di policy. Ciò risulta evidente nelle contromisure asimmetriche e non equilibrate adottate dalle politiche, che non hanno contrastato, o non hanno contrastato a sufficienza, i boom del credito, adottando invece continue misure di allentamento durante le fasi di bust.

La triade del rischio, a sua volta, ha fatto emergere tre minacce principali. Una è l'instabilità economica prodotta dalla maturazione dei cicli finanziari e dall'inasprimento delle condizioni di liquidità a livello mondiale. Abbiamo visto segnali in tal senso nella seconda metà del 2015 e a inizio 2016, quando l'indebitamento in valuta estera delle economie emergenti ha toccato l'apice e si è avuto un inasprimento delle condizioni creditizie. Questi episodi di tensione e di volatilità dimostrano che persistono vulnerabilità di fondo.

È vero che le economie di mercato emergenti oggi sono più resistenti agli andamenti esterni. Hanno assetti macroeconomici più solidi, infrastrutture finanziarie e dispositivi regolamentari più forti nonché tassi di cambio flessibili abbinati ad ampi scudi valutari. Tuttavia, in alcune di queste economie il debito è aumentato molto più che in passato. Le economie emergenti hanno un peso maggiore e sono più strettamente integrate all'economia mondiale, attraverso legami commerciali e finanziari. Questo significa che qualsiasi tensione nelle economie emergenti è destinata ad avere un impatto a livello mondiale maggiore rispetto al passato.

La seconda minaccia riguarda la persistenza di tassi di interesse eccezionalmente bassi. Tassi del genere tendono a deprimere i premi di rischio e a gonfiare le valutazioni delle attività. L'implicazione è che i prezzi diventano più vulnerabili a una brusca inversione di rotta. Tassi persistentemente bassi, o addirittura negativi, erodono i margini netti di interesse delle banche, creano più disallineamenti di rendimento delle compagnie assicurative e incrementano il valore delle passività dei fondi pensione. Nel tempo, tutto ciò può avere un impatto debilitante sull'economia reale. Oltre a ciò, i tassi negativi possono scuotere la fiducia delle famiglie e influenzare le attitudini al risparmio e all'investimento per vie ancora più difficili da prevedere.

Con il ridursi degli spazi di manovra, la terza minaccia è una perdita di fiducia nei responsabili delle politiche. Le aspettative irrealistiche sulla crescita e sulla capacità delle attuali politiche di sostenere la crescita mondiale possono creare delusione e indebolire la fiducia.

## Cosa fare ora?

È necessario riequilibrare le politiche per andare in direzione di una crescita più robusta e sostenibile e affrontare le vulnerabilità accumulate. Il riequilibrio richiama le politiche prudenziali, di bilancio e strutturali all'assunzione di un ruolo di maggiore rilievo. Nuovi shock a danno dell'economia o del sistema finanziario non rimettono in discussione la necessità di questo riequilibrio. Possono rendere il compito più complesso ma anche evidenziarne tutta l'urgenza.

In una prospettiva di medio e lungo termine, c'è bisogno di un quadro di riferimento coerente per la politica macrofinanziaria, che includa in modo sistematico considerazioni di stabilità finanziaria nell'analisi e nella definizione delle politiche. L'elaborazione di questo quadro di riferimento è ovviamente un compito arduo.

La Relazione annuale di quest'anno offre come contributo qualche elemento analitico nuovo. Inoltre, discute le priorità per le politiche attuali. Nelle mie considerazioni, mi concentrerò sulle politiche prudenziali, di bilancio e monetarie. E ciò non perché si sia ridotta l'importanza delle riforme strutturali. Al contrario, tali misure, specifiche per ciascun paese, spingono la produttività e rendono più flessibile la riallocazione delle risorse: un contributo fondamentale per ottenere una crescita robusta e sostenibile.



Per quanto riguarda la politica prudenziale molto è stato già fatto. Ci terrei a sottolineare come una delle principali priorità sia quella di portare a termine lo schema di regolamentazione Basilea III e dedicare maggiori risorse a un'implementazione coerente, alla vigilanza e al monitoraggio delle conseguenze. I requisiti patrimoniali minimi sono stati innalzati significativamente a livelli ragionevoli<sup>1</sup>. Il punto fondamentale è concludere il lavoro, facendo in modo che il patrimonio rifletta i rischi sottostanti. I dibattiti pubblici spesso sottovalutano quanto possa essere ampio il sostegno all'economia delle modifiche regolamentari. Una solida posizione patrimoniale è associata a più credito e a una liquidità più robusta. Hyun Shin, a breve, affronterà questo argomento.

C'è una seconda priorità, coerente con la precedente. Nei paesi colpiti dalla crisi, essa consiste nella necessità di completare il risanamento dei bilanci delle banche e di ricreare le basi per una redditività duratura degli istituti di credito. In quei paesi dove i boom finanziari sono in fase più avanzata, sarà invece essenziale agire tempestivamente per rafforzare le difese.

Per quanto riguarda la politica monetaria, le eccezionali misure di accomodamento continuano a sollevare importanti interrogativi. Un fattore particolarmente complesso è l'inflazione, che resta ostinatamente bassa nonostante le misure mai adottate in precedenza delle banche centrali. Nella Relazione annuale sosteniamo che, in aggiunta ai prezzi bassi del petrolio e a fattori congiunturali, la bassa inflazione riflette in parte andamenti positivi secolari dal lato dell'offerta, che hanno indebolito il legame tra inflazione e capacità inutilizzata a livello nazionale. La diffusione delle catene globali del valore è un esempio. Un prodotto come uno smartphone può contenere componenti provenienti da molti paesi e può perfino essere assemblato, in parte, in località differenti. Ciò comporta che le innovazioni che riducono i costi a livello mondiale si trasmettano più rapidamente sui prezzi nazionali. Se da un lato questo è positivo per i consumatori, dall'altro lato può contribuire a tenere l'inflazione al di sotto degli obiettivi numerici delle banche centrali.

Quest'anno, diamo il nostro contributo anche al dibattito su come concepire l'azione di contrasto e i tassi d'interesse di equilibrio. Questo lavoro di ricerca indica che adottare un quadro di riferimento della politica monetaria che tenga sistematicamente conto della stabilità finanziaria offre vantaggi significativi. L'accento va posto su "sistematicamente": significa sia durante i boom sia durante i bust, e non solo occasionalmente, quando i segnali di boom finanziari insostenibili diventano evidenti. Claudio Borio approfondirà alcuni di questi temi nella sua presentazione.

Per quanto riguarda la politica di bilancio, per rafforzare le basi per una crescita sostenibile, è indispensabile assumere azioni mirate evitando, al tempo stesso, di destabilizzare la dinamica del debito. Pertanto, gli interrogativi relativi ai margini di manovra rimanenti sono particolarmente rilevanti per la politica di bilancio. Nelle economie emergenti, in particolare quelle esportatrici di materie prime, la situazione dei conti pubblici è considerevolmente peggiorata. Nelle economie avanzate, i tassi di interesse correnti allentano la pressione sui conti pubblici, ma l'incertezza sui margini di manovra per la politica di bilancio si estende sempre più. Nella Relazione annuale illustriamo la divergenza fra le stime sui margini di manovra. L'incertezza sulle stime impone un'interpretazione prudente di tali margini: avvicinarsi ai limiti può innescare una perdita di fiducia dei mercati difficile da recuperare.

Ci sono una serie di misure positive che la politica di bilancio potrebbe adottare. Una riguarda il miglioramento della qualità della spesa pubblica, che sposti il baricentro dai trasferimenti correnti agli investimenti in capitale fisico e capitale umano. Un altro esempio è la realizzazione dei necessari investimenti in infrastrutture, a condizione che sia assicurata una governance adeguata. Un'altra misura fondamentale sarebbe usare il denaro pubblico per sostenere il risanamento dei bilanci e favorire il completamento delle riforme strutturali.

---

<sup>1</sup> Capitolo VI.



Al di là di queste considerazioni, è importante concepire la politica di bilancio anche come parte di un quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria. Nella Relazione annuale dedichiamo un capitolo a questo argomento. Il collegamento tra politica di bilancio e stabilità finanziaria opera in due direzioni.

Da un lato, per proteggere il settore pubblico dai cicli finanziari è necessario tenere conto degli effetti dei boom finanziari nelle poste di bilancio. Per esempio, l'aumento delle entrate fiscali durante un boom del mercato immobiliare non dovrebbe essere interpretato come un miglioramento permanente dei conti pubblici.

Dall'altro lato, la debolezza delle finanze pubbliche può avere un impatto significativo sulla stabilità finanziaria. L'esposizione delle banche al rischio sovrano spesso è considerevole. Il risultato può essere un circolo vizioso tra Stati e banche in periodi di tensione. Un approccio prudentiale più equilibrato, che riconosca i rischi insiti nel debito pubblico, mitigherebbe questo circolo vizioso e sarebbe indicativo del fatto che nessuna attività dev'essere considerata assolutamente sicura.

## In difesa delle banche centrali

Permettetemi di concludere con qualche osservazione in difesa delle banche centrali.

Il riequilibrio delle politiche e i miglioramenti dei quadri di riferimento comportano un'elevata posta in gioco per le banche centrali. Gli ultimi anni hanno confermato quanto l'istituzione sia diventata indispensabile. L'indipendenza, nell'ambito del loro mandato, ha consentito alle banche centrali di agire con determinazione per affrontare la crisi finanziaria, determinazione che è stata fondamentale per mettere l'economia mondiale sulla via della ripresa.

Tuttavia, l'onere che è stato addossato alle banche centrali dalla crisi in poi sta generando tensioni crescenti. I mercati e l'opinione pubblica in generale sono diventati sempre più dipendenti dalle banche centrali e hanno riposto sempre maggiori aspettative su quello che esse possono fare. I desiderata sono diventati sempre più numerosi: ripristinare la piena occupazione, assicurare una crescita sostenuta, preservare la stabilità dei prezzi e garantire un sistema finanziario inattaccabile. 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 è legittimo che operi l'istituzione. La linea di separazione tra misure monetarie e misure di bilancio diventa sempre più indistinta.

Le banche centrali funzionano al meglio se possono concentrarsi sulla propria area di competenza ed eccellenza: il conseguimento della stabilità monetaria e finanziaria. Un maggiore realismo e chiarezza su ciò che le banche centrali possono e non possono realizzare le aiuterebbe a concentrarsi nuovamente su queste aree. Un quadro istituzionale più ampio, che distingua chiaramente tra le responsabilità delle banche centrali e quelle delle altre autorità, è fondamentale. La politica monetaria deve lavorare fianco a fianco con le politiche prudenziali, di bilancio e strutturali nel quadro del riequilibrio che stiamo invocando oggi. L'indipendenza delle banche centrali, sostenuta dalla trasparenza e dalla responsabilità per il proprio operato, rimane cruciale come sempre.

Vi ringrazio sentitamente.