

Guardare oltre il qui e ora

Discorso di Jaime Caruana
Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali

in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
tenuta in Basilea il 25 giugno 2017

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 sull'economia mondiale tra responsabili delle politiche economiche, esponenti del settore privato e studiosi. La natura di questo dibattito è molto cambiata durante quest'ultimo anno. Le voci critiche contro la globalizzazione sembrano aver guadagnato maggiore rilevanza.

La Relazione annuale di quest'anno riflette questo cambiamento. È per questa ragione che dedichiamo un intero capitolo agli aspetti economici della globalizzazione. Questa prospettiva mondiale è complementare a quella di lungo periodo che abbiamo valorizzato nelle Relazioni annuali degli anni passati: guardare oltre il qui e ora ci aiuta a comprendere le determinanti, i punti di forza e le debolezze dell'economia mondiale.

Nella mia presentazione odierna vorrei mettere in risalto le opportunità offerte dall'attuale ripresa dell'economia mondiale. Una crescita più sostenuta rende più agevole mantenere il consenso del pubblico a favore dell'apertura economica e consente di prestare maggiore attenzione agli sviluppi di lungo periodo. In altri termini, ci permette di perseguire quelle politiche che promuovono la capacità di tenuta dell'economia, in modo da essere più preparati per affrontare gli "shock" o le fasi di flessione futuri.

Al termine del mio discorso, Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, si soffermeranno su alcuni aspetti di analisi specifici.

Una ripresa più sostenuta a livello mondiale è un'opportunità

Nell'anno trascorso, la crescita si è rafforzata e diffusa a livello mondiale. All'inizio del 2017 praticamente tutte le principali economie si trovavano in una fase di espansione. In diverse di esse i tassi di disoccupazione si sono riportati sui valori di piena occupazione. L'inflazione si è avvicinata agli obiettivi delle banche centrali.

Le prospettive a breve termine non erano state così positive da lungo tempo. Le previsioni di consensus e quelle delle organizzazioni internazionali indicano un ulteriore graduale miglioramento per quest'anno. Si prospetta che la crescita mondiale raggiungerà il 3,5% – in linea con la media storica di lungo periodo e inferiore di meno di mezzo punto percentuale rispetto ai livelli osservati nel decennio precedente alla crisi finanziaria globale. Il clima dei mercati finanziari rispecchia ampiamente questo scenario positivo: i prezzi delle azioni sono aumentati a livello mondiale e la volatilità rimane bassa.



Questo momento favorevole è destinato a durare? La Relazione annuale illustra quattro rischi che potrebbero minare l'attuale espansione.

- Il primo risiede in un riacutizzarsi dell'inflazione. La capacità inutilizzata si sta assottigliando in numerosi paesi, il che tipicamente indica un aumento dei rischi per l'inflazione. Ma vari fattori, tra cui la globalizzazione e l'innovazione tecnologica, potrebbero mitigare il rischio di un rialzo sostanziale, generalizzato e duraturo dell'inflazione. La Relazione annuale analizza il modo in cui i cambiamenti dell'assetto economico mondiale potrebbero aver avuto un'azione di contenimento delle pressioni inflazionistiche. Claudio Borio, nella sua presentazione, tratterà nello specifico di quello che sappiamo (e non sappiamo) sulle evoluzioni del processo inflazionistico.
- Un secondo rischio è costituito dalla maturazione dei cicli finanziari e dall'elevato indebitamento. In alcune delle economie avanzate più piccole e in quelle emergenti, i prolungati boom finanziari si sono ora ridimensionati o sono sfociati in una contrazione. Inoltre, a livello mondiale il debito è ai massimi storici: nel 2016, il debito del settore non finanziario nelle economie del G20 rappresentava circa il 220% del PIL, approssimativamente 40 punti percentuali in più rispetto al 2007¹. Un debito elevato potrebbe costituire un freno per la domanda, se i tassi di interesse tornassero a livelli normali.
- Un terzo rischio risiede nel ritardo degli investimenti delle imprese. La recente espansione è stata trainata dai consumi. Le ricerche della BRI mostrano che questo tipo di espansione tende a essere meno durevole. D'altro canto, gli investimenti sono stati alquanto deboli, almeno per quanto riguarda le economie avanzate. È vero che le prospettive dei profitti aziendali sono migliorate e che alcuni indicatori segnalano una ripresa degli investimenti delle imprese. Tuttavia, il persistere dell'incertezza delle politiche economiche e un alto debito societario potrebbero gravare sugli investimenti.
- Un ultimo ma non meno importante rischio è rappresentato dalla minaccia del protezionismo. Le contestazioni dell'integrazione internazionale si sono fatte più forti negli ultimi anni e sembra esserci un desiderio crescente di ricorrere a misure protezionistiche. Le barriere non tariffarie, come regolamenti e sussidi, si sono quadruplicate dalla fine del 2010. Il protezionismo potrebbe danneggiare la crescita e il benessere attraverso diversi canali: l'indebolimento della produttività, una minore divisione del lavoro a livello internazionale e un aumento dei costi di produzione derivante da un apprezzamento dei fattori di produzione esteri.

Tenendo a mente questi rischi, cosa si può fare per trasformare l'attuale slancio espansivo in un periodo duraturo di crescita forte e solida a livello mondiale? Come illustrato nella Relazione annuale, crediamo che la scelta strategica più promettente sia quella di sfruttare i venti favorevoli per rafforzare le capacità di tenuta dell'economia, a livello sia nazionale sia mondiale.

La resilienza economica è molto di più che la semplice capacità di resistenza agli "shock". Essa implica anche la riduzione delle probabilità del verificarsi di questi "shock" e ci aiuta ad affrontare le tendenze avverse di lungo periodo, come gli effetti economici dell'invecchiamento della popolazione o il rallentamento della produttività.

Nella congiuntura attuale, costruire la resilienza prevede due importanti aspetti: preservare i benefici derivanti dall'apertura commerciale e finanziaria e adottare una prospettiva di più lungo periodo nelle decisioni di politica economica. Mi soffermerò ora su questi due aspetti.

¹ Il citato rapporto debito-PIL è ottenuto mediante la conversione in dollari statunitensi al tasso di cambio effettivo basato sul PPA. In base ai tassi di mercato, tale rapporto nel 2016 è risultato prossimo al 250%.



Preservare i benefici derivanti dalla globalizzazione

La globalizzazione ha subito un rallentamento a partire dalla crisi finanziaria globale ma non è in ritirata. Il commercio in relazione al PIL mondiale si è stabilizzato a circa il 60%. Allo stesso modo, la quota di catene di valore mondiali nel commercio è rimasta stagnante, attorno al 60%.

Anche il processo di integrazione finanziaria procede ora più lentamente. Nel 2015, le attività e le passività finanziarie sull'estero costituivano il 400% del PIL mondiale, leggermente al di sotto del picco del 2007. Dietro questa evoluzione troviamo due tendenze generali di segno opposto, come mostrano le statistiche BRI: le banche europee si sono ritirate dal finanziamento internazionale ma le banche asiatiche e di altre parti del mondo hanno raccolto il testimone e, di conseguenza, l'integrazione complessiva non è arretrata. Inoltre, l'emissione di titoli è cresciuta più rapidamente dei prestiti bancari, in linea con l'ascesa dei mercati dei capitali, degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali.

Il capitolo speciale sulla globalizzazione illustra che l'apertura commerciale e quella finanziaria sono profondamente legate. Si può pensare alla globalizzazione come se fosse costituita da tre strati. Nel primo strato di globalizzazione i pagamenti transfrontalieri e i prestiti sono necessari per facilitare il commercio di materie prime e di prodotti finiti. È ovvio che in questo strato la globalizzazione reale e quella finanziaria vanno di pari passo.

Ma ciò vale anche per il secondo strato, in cui troviamo un commercio mondiale più complesso. L'apertura finanziaria permette il finanziamento di investimenti transfrontalieri e di catene di valore mondiali che distribuiscono la produzione tra i paesi. Consente inoltre la copertura dei rischi finanziari corrispondenti.

È solo nel terzo strato che le connessioni finanziarie hanno finalità principalmente finanziarie, in particolare la diversificazione dei portafogli o l'assunzione e la gestione di rischi finanziari complessi. A breve, Hyun Shin si soffermerà sul legame tra il commercio e la globalizzazione finanziaria.

Insieme, l'apertura commerciale e quella finanziaria sono state funzionali all'innalzamento del tenore di vita e hanno contribuito a far uscire dalla povertà buona parte della popolazione mondiale. L'apertura commerciale ha permesso di migliorare notevolmente l'efficacia produttiva e le opportunità di consumo. L'apertura finanziaria ha dal canto suo sostenuto il commercio e reso i finanziamenti più facilmente disponibili. Per analogia, la globalizzazione ha anche contribuito alla resilienza economica. Infatti, è opportuno ricordare che la globalizzazione ha permesso il diffondersi dei guadagni di produttività e ha fornito nuove possibilità per la diversificazione dei rischi.

Cosa possiamo dire riguardo alle critiche che sostengono che la globalizzazione stia contribuendo all'instabilità economica piuttosto che al rafforzamento della sua capacità di tenuta? Il capitolo speciale della Relazione annuale affronta due argomenti contro la globalizzazione.

Il primo è che la globalizzazione è responsabile dell'aumento delle disuguaglianze nelle economie avanzate. Studi empirici sembrano indicare che altri elementi, in particolare la tecnologia, hanno avuto un ruolo più importante. Ciò nondimeno, è vero che i benefici del commercio non sono distribuiti in modo uniforme e che gli oneri dell'aggiustamento sono spesso concentrati in settori o regioni specifici. Questo costo di aggiustamento è un lato della medaglia. Sull'altro lato troviamo invece i benefici in termini di reddito e di benessere economico destinati a durare nel tempo. Così come non vi sono possibilità di tornare indietro dal punto di vista tecnologico, invertire il processo di globalizzazione sarebbe dannoso per il tenore di vita. Piuttosto, sarebbe opportuno governare e gestire questo processo in modo adeguato. Ciò implica prestare la giusta attenzione ai suoi effetti distributivi.

Il secondo argomento è che l'apertura finanziaria crea instabilità. Ancora una volta, è vero che l'accesso ai finanziamenti internazionali espone le economie a sviluppi esterni che potrebbero essere destabilizzanti. In particolare, nella Relazione annuale diamo conto della natura prociclica dei flussi di credito. Ma i rischi non sono molto diversi da quelli derivanti dalla liberalizzazione finanziaria a livello



nazionale. Di conseguenza, il miglior approccio non è quello di ridurre l'apertura finanziaria bensì di affrontare con attenzione i rischi associati alla prociclicità e agli eccessi finanziari. Ritorrerò su questo punto tra poco.

Una prospettiva di più lungo periodo delle politiche

L'importanza data alla resilienza implica il riconoscimento dei limiti delle politiche economiche. Uno di essi risiede nella ridotta capacità di regolare puntualmente l'economia. Il periodo successivo alla crisi ha mostrato quanto sia difficile sospendere la crescita e l'inflazione, nonostante l'adozione di misure senza precedenti. Un altro limite riguarda l'insufficiente attenzione data alle evoluzioni di lungo periodo e alle tendenze di lenta progressione.

Le pressioni del mercato finanziario o i cicli politici possono favorire la presa di decisioni di breve respiro. Ma le tendenze ad andamento lento e le decisioni di breve respiro potrebbero avere effetti cumulati destinati a durare nel tempo. In particolare, una sequenza di misure macroeconomiche volte a stimolare l'economia potrebbe avere un impatto di lungo periodo sulle consistenze del debito o sullo spazio di manovra delle politiche. Questi effetti cumulati a lungo termine fanno sì che sia più difficile far fronte a eventuali shock o flessioni imprevisti nel futuro.

In che modo si potrebbe trarre vantaggio dall'attuale clima favorevole per costruire la resilienza? Permettetemi di indicare due principali direttrici: in primo luogo un aumento dei margini di manovra delle politiche al fine di prepararsi in modo più efficace a eventi avversi futuri; in secondo luogo il miglioramento della capacità di adattamento dell'economia alle tendenze di lungo periodo.

Per la politica monetaria, la ricostituzione degli ambiti di manovra dovrebbe significare normalizzare le politiche, ovvero ridurre la dipendenza dalle misure straordinarie adottate nel periodo successivo alla crisi. Se è vero che le tempistiche e il ritmo di tale normalizzazione dipendono dalle circostanze di ogni paese, esistono sfide comuni. I livelli di indebitamento hanno continuato a crescere in tutto il mondo e la valutazione di molte attività appare esagerata. La coesistenza di bassi livelli di volatilità di mercato e rendimenti obbligazionari suggerisce il rischio di brusche inversioni di rotta (snapback risk). Gli effetti di propagazione potrebbero avere ripercussioni a livello mondiale. Tutto ciò sottolinea l'importanza di una normalizzazione graduale ma continua della politica monetaria, ma anche il rischio di un'attesa troppo lunga per l'avvio di tale normalizzazione.

Per la politica di bilancio, costruire la resilienza significa prima di tutto effettuare una valutazione prudente dello spazio di manovra, riconoscendo la mancanza di precisione di queste stime. È inoltre opportuno tenere conto dei rischi finanziari, comprese le reazioni dei mercati finanziari all'aumento del rischio sovrano, e degli oneri legati all'invecchiamento della popolazione. Se c'è sufficiente spazio di manovra, si possono usare misure di bilancio per sostenere le altre politiche, come ad esempio riforme strutturali a sostegno della crescita, o misure mirate a ridurre i costi di aggiustamento derivanti dalla globalizzazione e dall'innovazione tecnologica – in particolare promuovendo la riqualificazione professionale, la formazione e la flessibilità della riallocazione delle risorse.

Infine, ma non meno importante, le politiche strutturali sono essenziali per costruire la resilienza attraverso una maggiore flessibilità e una crescita più sostenuta. Il tipo specifico di riforme strutturali da adottare varia da paese a paese, ma il denominatore comune tra di esse è che devono incoraggiare una rapida adozione delle innovazioni, l'imprenditorialità e una riallocazione flessibile delle risorse. Muoversi in tale direzione non solo aiuta le economie ad adattarsi a sviluppi di lungo periodo come l'innovazione tecnologica e la globalizzazione ma aumenta i benefici di tali tendenze. Sfortunatamente, l'attuazione di riforme strutturali, lungi dall'accelerare, ha rallentato.



In un'ottica di più lungo termine, queste misure, assieme a quelle macroprudenziali, dovrebbero far parte di uno schema di politica economica orientato ad affrontare i rischi associati al ciclo finanziario in modo integrato. Per affrontare la questione del ciclo finanziario, servirebbe un approccio più simmetrico: le politiche non dovrebbero reagire solo ai bruschi aggiustamenti del ciclo finanziario (bust) ma dovrebbero anche contenere in modo proattivo la formazione di squilibri finanziari. In caso contrario, su orizzonti temporali lunghi, si potrebbe arrivare a una sequenza di boom e bust finanziari, a una perdita progressiva di "munizioni" per le autorità delle politiche economiche e a una trappola del debito.

Il ruolo della cooperazione internazionale

Vorrei concludere con alcune osservazioni sul ruolo che gioca la cooperazione internazionale nel sostegno delle politiche nell'ottica del rafforzamento della resilienza. Sotto molti aspetti, costruire la resilienza è innanzitutto e soprattutto un compito di ordine interno. Ma alcune sfide richiedono una risposta a livello mondiale e una cooperazione internazionale all'interno di opportuni quadri di regolamentazione multilaterali.

Gestire i rischi associati all'apertura finanziaria è una di queste sfide. Il sistema finanziario è davvero mondiale. Molte istituzioni finanziarie sono attive in tutto il mondo: facilitano i finanziamenti e gestiscono i rischi finanziari in diverse giurisdizioni. Ed esistono valute internazionali. Il dollaro USA, valuta internazionale dominante, non è usato solo per denominare circa la metà di tutti gli scambi, ma anche approssimativamente metà degli impieghi bancari transfrontalieri e più del 60% delle attività in valuta estera delle banche centrali. Gli sforzi compiuti per costruire la resilienza a livello mondiale devono tenere conto di questi elementi.

Una priorità è quindi quella di finalizzare le riforme finanziarie in corso. Il completamento di Basilea 3 è di particolare rilevanza, considerato il ruolo delle banche nel sistema finanziario mondiale. Non è il momento di indebolire le salvaguardie o di aggiungere un'altra fonte di incertezza che ostacolerebbe i necessari aggiustamenti nel settore finanziario.

Inoltre, vale la pena esplorare altre vie per sviluppare la cooperazione nell'ambito della politica monetaria. Come illustrato dettagliatamente nelle precedenti Relazioni annuali, questa collaborazione è auspicabile per via del combinarsi di ampi effetti di propagazione dalle giurisdizioni di emissione delle valute internazionali e delle limitate proprietà isolanti dei tassi di cambio. La collaborazione contribuirebbe ad arginare gli effetti avversi dell'accumulo e della dissoluzione degli squilibri finanziari. Approfondire il dialogo per raggiungere un accordo migliore sulle diagnosi e i rimedi è una condizione preliminare per ulteriori passi avanti.

Mi appresto a concludere. Gli attuali venti favorevoli alla crescita costituiscono un'opportunità per i responsabili delle politiche per definire un programma di lavoro volto al rafforzamento della capacità di tenuta delle loro economie nazionali. La collaborazione internazionale può sostenere tali azioni e contribuire a garantire che esse accrescano ulteriormente la resilienza a livello mondiale. Questa è la strategia più promettente per raggiungere una crescita sostenuta e una prosperità economica durevole.