

I. Mettere a frutto il tempo preso in prestito

Sei anni fa, a metà del 2007, il sistema finanziario cominciò a mostrare le prime crepe. Poco più di un anno dopo Lehman Brothers fallì, spingendo le economie avanzate sull'orlo del baratro. Nei cinque anni di recessione e ripresa lenta che sono seguiti, le banche centrali di queste economie si sono viste costrette a cercare modi per allentare maggiormente le politiche monetarie. Prima hanno abbassato i tassi ufficiali quasi a zero, livello da cui i tassi di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro non si sono più mossi (in Giappone sono fermi a quel livello da metà degli anni novanta!). Poi hanno cominciato a espandere i propri bilanci, che in aggregato hanno già raggiunto dimensioni all'incirca triple di quelle pre-crisi (e continuano a crescere).

Pronunciata per la prima volta con riferimento alle azioni delle banche centrali per scongiurare il tracollo finanziario, l'espressione "tutto il necessario" (*whatever it takes*) è diventata il motto di chi vuole che le banche centrali proseguano con queste misure straordinarie. Ora però che il culmine della crisi è passato, l'obiettivo della politica monetaria è diventato riportare economie ancora stagnanti sulla strada di una crescita forte e sostenibile. Ma le banche centrali sono realmente in grado di fare "tutto il necessario" per raggiungere questo obiettivo? Ogni giorno che passa appare sempre meno verosimile: le banche centrali non possono risanare i bilanci delle famiglie e delle istituzioni finanziarie, non possono garantire la sostenibilità dei conti pubblici, e soprattutto non possono attuare le riforme strutturali economiche e finanziarie necessarie per ricondurre le economie sulla strada della crescita reale, come governi e cittadini vogliono e si aspettano.

Le politiche di allentamento delle banche centrali durante la fase di ripresa sono state un modo per "prendere in prestito" tempo: tempo per rimettere in sesto i bilanci, tempo per risanare i conti pubblici e tempo per realizzare riforme capaci di rilanciare la crescita della produttività. Questo tempo, tuttavia, non è stato messo a frutto, perché il protrarsi di una politica di tassi bassi e misure non convenzionali ha reso più semplice per il settore privato posticipare il processo di riduzione della leva finanziaria, ha reso più semplice per i governi finanziare i disavanzi e ha reso più semplice per le autorità rimandare le necessarie riforme nell'economia reale e nel settore finanziario. Dopo tutto, quando il denaro è a buon mercato è più semplice indebitarsi che risparmiare, è più semplice spendere che tassare, è più semplice rimanere come prima che cambiare.

Certo, in alcuni paesi le famiglie hanno fatto progressi nella sfibrante opera di riduzione dell'indebitamento; alcune istituzioni finanziarie hanno migliorato i livelli di capitalizzazione; alcuni governi hanno avviato dolorosi ma indispensabili piani di risanamento dei conti pubblici; e certo, il difficile compito della riforma finanziaria è stato in gran parte ultimato. Ma i progressi sono stati generalmente lenti, incerti e disomogenei fra paesi. Famiglie e imprese continuano a sperare che, se aspetteranno, i valori delle attività e le entrate cresceranno e la loro situazione patrimoniale migliorerà. I governi sperano che, se aspetteranno, l'economia potrà crescere, facendo calare il rapporto debito/PIL. E i politici sperano che, se aspetteranno, redditi e profitti ricominceranno a crescere, rendendo meno urgente la riforma dei mercati del lavoro e dei prodotti. Ma aspettare non renderà le cose più semplici, specialmente in una situazione in cui il consenso e la pazienza dell'opinione pubblica stanno venendo meno.

Purtroppo le banche centrali non possono fare di più senza accrescere ulteriormente i rischi che già hanno creato. Ciò che devono fare, al contrario, è tornare a mettere l'accento sulla loro missione tradizionale (anche se allargata alla stabilità finanziaria) e incoraggiare pertanto i necessari aggiustamenti, invece di ritardarli con tassi di interesse prossimi allo zero e acquisti di quantità sempre maggiori di titoli di Stato. Devono inoltre sollecitare i governi ad accelerare le riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti, riforme che accresceranno la produttività e favoriranno la crescita dell'occupazione, invece di offrire la falsa certezza che in futuro tutto sarà più semplice.

Dopo il Capitolo II, che passa in rassegna gli eventi dello scorso anno, la Relazione affronta questi temi nei Capitoli dal III al VI, di cui viene fornita di seguito una sintesi. Il nostro messaggio è semplice: i governi devono accelerare le riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti per rafforzare la produttività e sbloccare la crescita; il settore privato deve ridurre l'indebitamento e il settore pubblico deve garantire la sostenibilità delle proprie finanze; i rischi del sistema finanziario devono essere posti sotto controllo; infine, aspettarsi che la politica monetaria possa risolvere questi problemi è una ricetta per il fallimento.

Aumentare la flessibilità per rilanciare la crescita

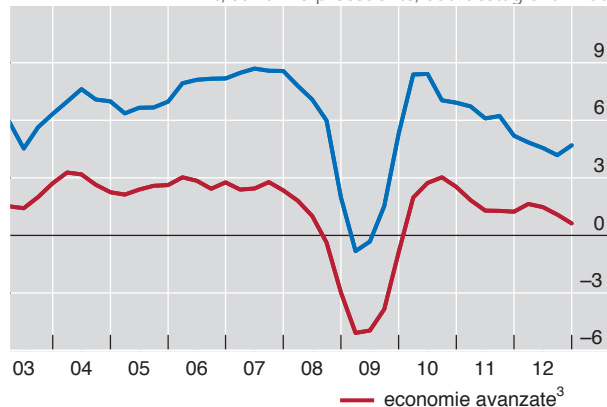
L'economia mondiale non riesce a trovare la via di una crescita sostenuta ed equilibrata. In molte economie avanzate i tassi di crescita hanno recuperato solo in parte e la disoccupazione rimane ostinatamente elevata (grafico I.1). Come illustrato nel Capitolo III, le rigidità nei mercati del lavoro e dei prodotti sono uno degli ostacoli più importanti per la salute dell'economia nel lungo periodo. La crisi finanziaria e le sue conseguenze hanno dimostrato che questi problemi strutturali si esasperano quando il ciclo economico vira in negativo, e il boom lascia spazio a un crac. Il risultato è che la ripresa è stata sinora deludente in molti paesi.

Attività economica internazionale

Grafico I.1

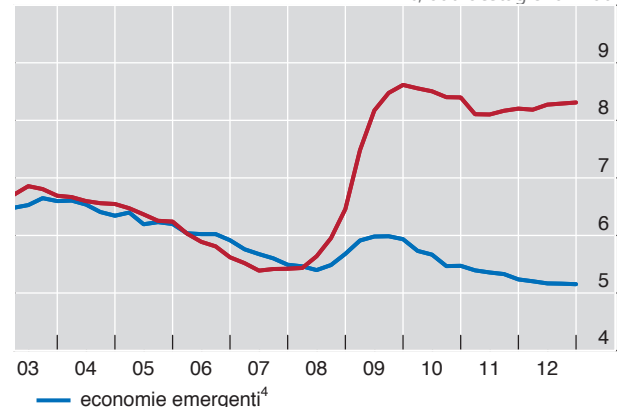
Crescita del PIL¹

In %, sull'anno precedente, dati destagionalizzati



Tasso di disoccupazione²

In %, dati destagionalizzati



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Medie ponderate in base alle forze di lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ³ Area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria.

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

Quando un boom del mercato immobiliare si trasforma in un crac, come è successo in una serie di paesi, le rigidità limitano la mobilità dei lavoratori tra un settore e l'altro. Come argomentato nel Capitolo III, misure stringenti di tutela dell'occupazione rallentano la ripresa e la crescita dell'occupazione in quelle economie che al momento di entrare in recessione presentano squilibri settoriali significativi. L'implicazione è evidente: i paesi hanno molto da guadagnare da mercati del lavoro e dei prodotti meno regolamentati e più favorevoli alla crescita.

Le misure tese a incrementare la flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti agevolano il flusso di risorse dai settori a bassa produttività ai settori ad alta produttività, con chiari benefici per la crescita. Allo stesso tempo, riforme di questo genere incoraggiano lo spirito imprenditoriale, creando condizioni che consentano alle imprese di potenziare la produttività, crescere e assumere. Ciò significa che ridurre la regolamentazione e limitare il potere dei gruppi di interesse che impediscono l'aumento della produttività sono elementi essenziali per promuovere una crescita sostenibile. Naturalmente le tutele fondamentali per lavoratori e consumatori devono essere preservate, e il grado di regolamentazione auspicabile varierà da paese a paese. Ma i costi di un'eccessiva regolamentazione dei mercati del lavoro e dei prodotti sono evidenti: una riduzione della flessibilità tale da penalizzare la crescita nel lungo periodo.

Poiché l'evidenza dimostra che le rigidità strutturali risultano particolarmente dannose a seguito di una crisi, vi sono ottimi motivi per intraprendere le riforme nelle fasi di espansione dell'economia, invece di ritrovarsi costretti a farlo sotto pressione. Sebbene i casi di riforme preventive di questo tipo siano rari, i paesi che sono usciti relativamente indenni dalla crisi finanziaria hanno tutto l'interesse ad affrontare quanto prima il nodo della flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti.

Politiche di bilancio: permangono minacce

I salvataggi delle banche e gli stimoli di bilancio messi in campo dai governi in risposta alla crisi finanziaria hanno spinto l'indebitamento pubblico a nuovi record. E in quei paesi che avevano conosciuto una bolla immobiliare prima della crisi, le famiglie avevano già accumulato debiti ingenti. Nei cinque anni successivi al culmine della crisi, la speranza era che sarebbero stati realizzati progressi significativi nel necessario processo di riduzione dell'indebitamento, creando le condizioni per una ripresa capace di autosostenersi.

È invece successo il contrario: dal 2007 al 2012 il debito di famiglie, imprese non finanziarie e settore pubblico è *aumentato* in rapporto al PIL nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti (grafico I.2). Per l'insieme dei paesi riportati nel grafico I.2, il debito è salito di \$33 trilioni, circa 20 punti percentuali di PIL. E in alcuni paesi, fra cui diversi emergenti, il rapporto tra debito totale e PIL è cresciuto nello stesso periodo ancora più rapidamente. È evidente che si tratta di una situazione insostenibile. Il sovraindebitamento è uno dei principali ostacoli alla crescita dopo una crisi finanziaria: indebitarsi di più anno dopo anno non è la cura¹.

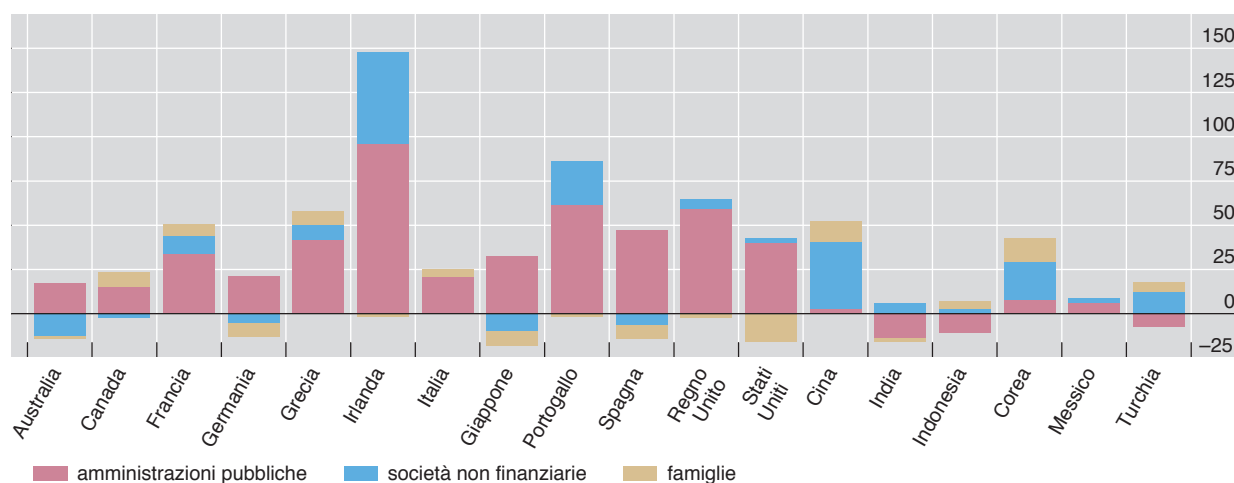
¹ Alcune ricerche rilevano che, dopo una crisi finanziaria, il processo di riduzione dell'indebitamento del settore privato nella fase di contrazione dell'economia è positivamente e significativamente correlato con la solidità della ripresa successiva. Cfr. M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy, leverage and the business cycle", *BIS Working Papers*, n. 338, settembre 2012.

Negli Stati Uniti, e in misura minore in Spagna e nel Regno Unito, le famiglie hanno fatto progressi nella riduzione del debito, ma molto più limitati, in rapporto al PIL, rispetto alla media di circa 40 punti percentuali registrata per il settore privato non finanziario successivamente alle precedenti crisi finanziarie. Cfr. G. Tang e C. Upper, "La riduzione del debito dopo le crisi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

Variazione dell'indebitamento, 2007-12

In punti percentuali di PIL

Grafico I.2



Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE; BRI; statistiche nazionali.

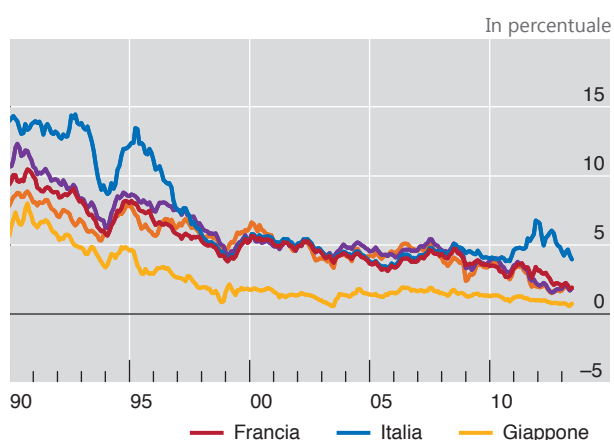
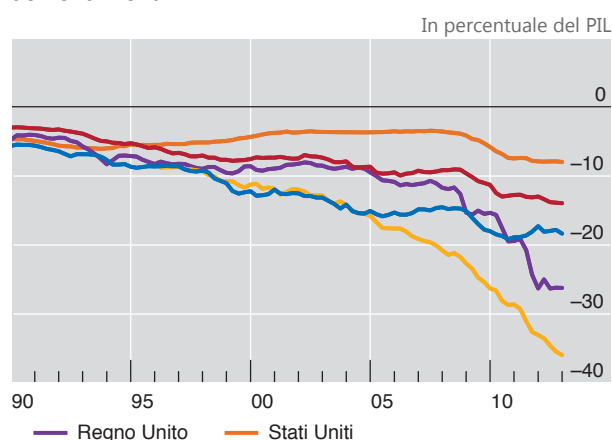
Nella maggioranza dei paesi riportati nel grafico I.2, gran parte di questo incremento è ascrivibile al debito pubblico. Al culmine della crisi finanziaria le politiche di bilancio anticicliche erano necessarie per contrastare la minaccia di una depressione, ma oggi la situazione è cambiata. Come osservato nel Capitolo IV, numerosi studi dimostrano che quando il debito pubblico supera l'80% circa del PIL comincia a diventare una zavorra per la crescita². Con un debito pubblico ormai oltre il 100% del PIL nella maggior parte delle economie avanzate e la prospettiva di forti incrementi della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione, rimane imprescindibile trovare la via per garantire la sostenibilità di bilancio nel medio e lungo periodo.

Fondamentalmente, un debito pubblico fuori misura riduce il merito di credito degli Stati ed erode la fiducia. Mettendo ordine nelle loro finanze, i governi possono contribuire a ripristinare un circolo virtuoso tra il sistema finanziario e l'economia reale. E con livelli di indebitamento contenuti saranno di nuovo nelle condizioni di reagire quando arriverà, inevitabilmente, la prossima crisi finanziaria o economica.

Sebbene la necessità di un risanamento dei conti pubblici si faccia sempre più pressante, come mostra il Capitolo IV, concretamente i risultati sono stati modesti. In una serie di paesi, la possibilità di finanziarsi a buon mercato grazie al basso livello dei tassi di interesse a breve e lungo termine ha allentato la pressione sui governi perché mettano ordine nei conti pubblici³. Ma questo allentamento è temporaneo e non privo di rischi. Per capire il perché, basta ricordare che in molte

² Altre tipologie di debito producono effetti analoghi: è stato riscontrato che un indebitamento delle imprese oltre il 90% del PIL e un indebitamento delle famiglie oltre l'85% circa del PIL costituiscono un freno per la crescita. Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in *Achieving maximum long-run growth*, atti del simposio di Jackson Hole della Federal Reserve Bank di Kansas City, agosto 2011, pagg. 145-196.

³ Il livello eccezionalmente basso dei rendimenti è frutto di una combinazione di fattori, fra cui le prospettive economiche ancora fragili, afflussi di capitali esteri in cerca di impieghi sicuri, la domanda di attività liquide e sicure dovuta alla regolamentazione e gli interventi su larga scala delle banche centrali.

Rendimenti dei titoli del Tesoro decennali¹Variazione di valore del debito a seguito di un aumento dei rendimenti²

¹ Medie mensili. ² Per ciascun paese, stima della variazione di valore del debito negoziabile in essere delle amministrazioni centrali in percentuale del PIL in ogni periodo dovuta a un aumento ipotetico di 3 punti percentuali dei rendimenti lungo tutta la struttura per scadenze. Per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, in base alla stima degli importi in essere di debito negoziabile e della relativa durata media, al netto dei titoli detenuti dalla banca centrale nazionale; per Francia e Italia, in base alla stima degli importi in essere di debito negoziabile e della relativa durata media. Per Francia, Giappone, Italia e Regno Unito, i dati sulle stime del debito negoziabile e della durata media sono ricavati da OCSE, fonti nazionali e BRI. Per gli Stati Uniti, i dati sul debito scambiabile sul mercato e sulla durata media sono ricavati da fonti nazionali.

Fonti: OCSE; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

economie avanzate i tassi di interesse a lungo termine nei vent'anni che hanno preceduto la crisi si attestavano in media sul 6% circa (grafico I.3, diagramma di sinistra). Oggi i rendimenti dei titoli a lungo termine nelle principali economie avanzate si aggirano intorno al 2% (molto al disotto in Giappone). Quando i tassi di interesse e i rendimenti cominceranno a salire, gli investitori che detengono titoli di Stato sono destinati a perdere somme elevatissime.

Si pensi a quello che succederebbe ai detentori di buoni del Tesoro statunitensi (esclusa la Federal Reserve) se i rendimenti dovessero crescere di 3 punti percentuali lungo l'intera struttura per scadenze: perderebbero più di \$1 trilione, vale a dire quasi l'8% del PIL statunitense (grafico I.3, diagramma di destra). Le perdite per i detentori di titoli emessi da Francia, Giappone, Italia e Regno Unito varierebbero dal 15 al 35% circa del PIL dei rispettivi paesi. È improbabile che i rendimenti segnino un'impennata di 300 punti base dall'oggi all'indomani, ma l'esperienza del 1994, quando i rendimenti obbligazionari a lungo termine in una serie di economie avanzate salirono di circa 200 punti base nel corso di un anno, dimostra che un grosso movimento al rialzo può avvenire in tempi relativamente rapidi.

E se singoli investitori possono cautelarsi con sofisticate strategie di copertura, alla fine il rischio di tasso di interesse ricade necessariamente su qualcuno. La perdita potenziale in rapporto al PIL è a livelli record nella maggior parte delle economie avanzate. Dal momento che tale perdita ricadrebbe anche sulle banche straniere e nazionali, un innalzamento dei tassi di interesse, se non eseguito con la massima attenzione, rappresenterebbe un rischio per la stabilità del sistema finanziario. A questo riguardo, sarà fondamentale una comunicazione chiara e tempestiva da parte delle banche centrali prima di mosse restrittive.

I governi devono raddoppiare gli sforzi per garantire la sostenibilità della traiettoria dei conti pubblici. La crescita semplicemente non basterà ad assicurare che il risanamento avvenga da sé: in altre parole, il denominatore del rapporto

debito/PIL non aumenterà più rapidamente del numeratore. Rimandare i sacrifici comporta il rischio di dover procedere a un risanamento forzato in condizioni di pressione, che è quanto sta accadendo in diversi paesi dell'Europa meridionale. I problemi strutturali delle finanze pubbliche devono essere affrontati in modo tempestivo. Così facendo sarà possibile evitare sacrifici ancora maggiori in futuro.

Al tempo stesso, come argomentato anche nel Capitolo IV, la qualità del risanamento delle finanze pubbliche è altrettanto importante della quantità. Aspettare non ha dato frutti: paesi che hanno aspettato troppo sono stati costretti a operare tagli drastici e indiscriminati, sacrificando investimenti pubblici produttivi e alzando tasse che frenano la crescita. I paesi che hanno ancora il margine di manovra per farlo dovrebbero concentrare i loro sforzi sulla riduzione della spesa, tagliando i consumi collettivi e i trasferimenti. Nei paesi dove le aliquote fiscali sono ancora basse, si dovrebbe puntare anche su incrementi del gettito.

È importante per molti paesi impegnarsi maggiormente e da subito per ridurre la spesa futura collegata all'invecchiamento della popolazione. Misure del genere, pur essendo per loro stessa natura di lungo periodo, produrranno effetti positivi immediati rafforzando la percezione di sostenibilità delle finanze pubbliche.

In molte economie emergenti la situazione dei conti pubblici rimane sotto controllo, in parte grazie al fatto che quelle economie non sono state l'epicentro della crisi. In alcuni casi, però, le posizioni di bilancio, attualmente in buono stato, sono sorrette dagli introiti derivanti dal rincaro delle attività e delle materie prime: queste situazioni, difficilmente sostenibili, invitano alla prudenza. In altri casi, l'indebolimento della domanda mondiale ha provocato una riduzione delle entrate e indotto a incrementare la spesa, spingendo in alto il debito pubblico. Questi primi segnali di pericolo per la sostenibilità di bilancio, uniti alla possibilità di un incremento della spesa pubblica collegata all'età, impongono alle autorità delle economie emergenti di mantenere alta la guardia.

Sistema finanziario: accrescere la capacità di resistenza

La complessità del sistema finanziario rappresenta una sfida costante per l'assetto prudenziale. Per garantire la stabilità del sistema servono requisiti patrimoniali e di liquidità adeguati ed efficaci regimi di risoluzione delle crisi. Tutte le istituzioni finanziarie devono disporre di risorse patrimoniali ampie e di elevata qualità per cautelarsi dalle perdite e di liquidità sufficiente a proteggersi da crolli improvvisi della fiducia del mercato. Sono inoltre indispensabili regimi di risoluzione che rendano possibile il fallimento ordinato di istituti grandi e complessi.

Tuttavia, trovare il modo migliore per gestire i rischi originati da un sistema finanziario sempre più globale e intricato rimane una sfida per le autorità finanziarie di tutto il mondo. Il Capitolo V afferma che concentrarsi sulla misurazione e la gestione di tali rischi è fondamentale per creare un assetto prudenziale più sicuro.

Un esempio importante dei benefici di un assetto prudenziale che tenga conto dell'evoluzione delle complessità del settore finanziario è illustrato in dettaglio nel Capitolo V. Una regola semplice, come un indice di leva, e una misura più complessa ponderata per il rischio hanno ciascuna i propri vantaggi e i propri limiti come barometro della robustezza di una banca. Tuttavia, sono complementari e se usate insieme si rafforzano a vicenda, generando informazioni più ampie sulla rischiosità di una banca di quelle che potrebbero fornire singolarmente. Inoltre, è molto più difficile manipolare queste misure quando sono usate simultaneamente. La risposta al recente dibattito sulla complessità della regolamentazione deve poggiare quindi sull'utile complementarietà di misure sensibili al rischio e semplici indici di bilancio, al fine di monitorare e contenere il rischio del sistema finanziario.

Limitare la gamma di attività bancarie consentite può contribuire a ridurre il rischio sistemico, ma difficilmente può rappresentare una panacea. L'effetto in termini di riduzione della complessità delle banche è modesto e, anche se l'introduzione di questi limiti semplifica l'organizzazione a livello di singoli istituti, l'impatto sul rischio a livello di sistema non è chiaro.

L'evoluzione delle regole che governano il sistema finanziario globale deve basarsi su principi semplici: internalizzare i rischi sistemici; imporre requisiti patrimoniali e di liquidità tali da allineare gli incentivi privati all'interesse pubblico; fissare parametri di sensibilità al rischio in modo da limitare gli spostamenti verso le attività più rischiose; allargare i confini dell'approccio prudenziale per consentire alle autorità di vigilanza (e ai manager) di non perdere di vista i rischi; permettere al sistema di regolamentazione di evolversi di pari passo con il sistema finanziario. Tuttavia, quello che è semplice in teoria risulta spesso complicato nella pratica. Questo significa che il buon esito delle riforme finanziarie dipende da lunghi e complicati processi di definizione e attuazione dei dettagli. E la ragione è semplice e concreta: far rispettare regole specifiche è possibile, far rispettare principi generali no.

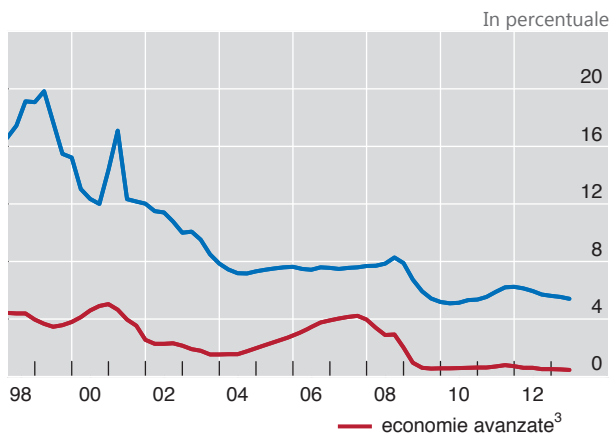
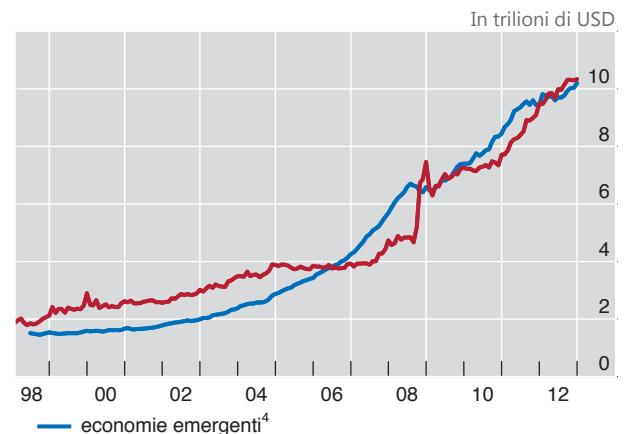
Politica monetaria: tempo preso in prestito

Dal momento in cui è esplosa la crisi finanziaria, le banche centrali si sono trovate a spingersi sempre più in là nel territorio inesplorato delle politiche non convenzionali. Non potendo abbassare i tassi di interesse al disotto dello zero, hanno cominciato ad ammassare titoli, per un totale che si eleva attualmente al 25% del PIL aggregato dei loro paesi. Contemporaneamente, anche le autorità monetarie delle economie emergenti hanno espanso i loro bilanci, e oggi detengono attività per un valore superiore al 40% del PIL. Nel complesso, le banche centrali delle economie avanzate ed emergenti hanno accresciuto le loro attività da \$10,4 trilioni nel 2007 a oltre \$20,5 trilioni oggi, e le pressioni perché facciano ancora di più non si allentano (grafico I.4).

Nonostante l'elevato grado di accomodamento monetario, tuttavia, la crescita continua a stentare e la creazione di posti di lavoro non si è ancora rimessa in moto. Inoltre il basso livello dei tassi di interesse nelle economie avanzate produce ripercussioni a livello internazionale, ad esempio flussi di capitali verso economie emergenti in rapida crescita e alcune economie avanzate di piccole dimensioni. Le conseguenti pressioni al rialzo sulle loro valute sono di ostacolo agli sforzi di stabilizzazione interna delle rispettive banche centrali.

Proseguire sulla strada di uno stimolo monetario straordinario per caratteristiche e dimensioni sta diventando sempre più pericoloso, perché il rapporto tra costi e benefici si sta modificando. Il Capitolo VI sostiene che gli approcci di politica monetaria incentrati sulla stabilità dei prezzi rimangono il fondamento per la crescita: senza stabilità dei prezzi, non si ottiene nulla. Tuttavia, come la crisi ci ha insegnato, limitarsi a perseguire la stabilità dei prezzi nel breve periodo non è sufficiente: anche la stabilità finanziaria è essenziale per la stabilità macroeconomica nel lungo periodo. La sfida consiste dunque nel modificare i tradizionali approcci di politica monetaria incorporando, in modo efficace e simmetrico, anche considerazioni di stabilità finanziaria.

Tutto questo mette le autorità monetarie delle maggiori economie avanzate in una posizione delicata. Cosa possono fare per incoraggiare chi ha la responsabilità dell'aggiustamento strutturale ad attuare le riforme? Cosa possono fare per evitare di rendere l'economia troppo dipendente dallo stimolo monetario? Qual è il momento giusto per abbandonare le politiche espansive? E come evitare, al

Tassi ufficiali¹Attività totali²

¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; per le fasce obiettivo, punto centrale; media delle economie elencate ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Totale delle economie elencate. ³ Area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; statistiche nazionali.

momento di invertire la rotta, di innescare un brusco aumento dei rendimenti obbligazionari? È tempo che la politica monetaria cominci a dare risposta a queste domande.

Riepilogo

A sei anni di distanza dallo scoppio della crisi finanziaria globale, l'economia mondiale è ancora alla ricerca di una crescita solida, capace di sostenersi da sola e ben equilibrata. Se esistesse una via semplice per giungere a questo obiettivo, a quest'ora l'avremmo trovata. Lo stimolo monetario da solo non può essere la risposta, perché le radici del problema non sono monetarie. Le banche centrali devono quindi gestire il ritorno al loro ruolo di stabilizzazione, lasciando ad altri il difficile ma fondamentale lavoro di aggiustamento.

Le autorità devono accelerare le riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti, per consentire un trasferimento più agevole delle risorse economiche verso settori ad alta produttività. Le famiglie e le imprese devono completare la difficile opera di risanamento dei bilanci e i governi devono intensificare gli sforzi per garantire la sostenibilità dei conti pubblici. Gli organi di regolamentazione devono adattare le regole a un sistema finanziario che sta diventando sempre più interconnesso e intricato e fare in modo che le banche dispongano di risorse di capitale e di liquidità per far fronte ai rischi che ne derivano. Ciascun paese deve adeguare il piano di riforme alle proprie esigenze, in modo da massimizzare le chance di successo senza mettere a repentaglio la ripresa economica in corso. In definitiva, però, solo un programma energico di risanamento e riforme potrà rimettere le economie sulla strada di una crescita reale forte e sostenibile.