

## I. Alla ricerca di una nuova bussola

L'economia mondiale si trova ancora di fronte a importanti sfide. Sebbene abbia ricominciato a crescere, non si è affrancata dalla dipendenza dallo stimolo monetario. La politica monetaria sta ancora cercando la via della normalizzazione dopo tanti anni di straordinario accomodamento. Nonostante l'euforia dei mercati finanziari, gli investimenti rimangono fiacchi. Invece di accrescere la capacità produttiva, le grandi imprese preferiscono riacquistare azioni proprie o effettuare fusioni e acquisizioni. E benché le prospettive di crescita a lungo termine siano tutt'altro che allettanti, il debito continua ad aumentare. C'è addirittura chi parla di stagnazione secolare.

Qual è il motivo di tutto ciò? Per comprendere queste dinamiche occorre risalire alla Grande Crisi Finanziaria. La crisi scoppiata nell'agosto 2007 e culminata all'incirca un anno dopo ha segnato un momento decisivo della storia economica. È stata uno spartiacque, dal punto di vista sia economico sia intellettuale: viene ormai naturale dividere gli eventi in pre-crisi e post-crisi. Ha gettato un'ombra lunga sul passato: la crisi non è stata un fulmine a ciel sereno, bensì il prodotto pressoché inevitabile di forze profonde all'opera già da anni, se non addirittura decenni. E ha gettato un'ombra lunga sul futuro: il suo retaggio è ancora ben presente, e condiziona l'avvenire.

Per comprendere le sfide che si pongono oggi all'economia mondiale occorre adottare una prospettiva di lungo periodo. Una prospettiva che vada ben oltre l'orizzonte temporale delle oscillazioni del prodotto ("cicli economici"), dominante nel pensiero economico. Per come sono concepiti e misurati, i cicli economici non si estendono al di là di otto anni. È questo l'orizzonte di riferimento di gran parte delle politiche macroeconomiche, quello che alimenta l'impazienza delle autorità rispetto alla lentezza della ripresa, e che guida la risposta alle domande su quanto impiegherà il prodotto per tornare alla normalità o per quanto ancora continuerà a deviare dal trend. È l'orizzonte sul quale le minime variazioni della produzione industriale, degli indicatori della fiducia di consumatori e imprese o dei dati sull'inflazione sono attentamente analizzate alla ricerca di indizi sull'economia.

Ma questo orizzonte è troppo breve. Le oscillazioni finanziarie ("cicli finanziari") che possono sfociare in crisi bancarie come quella recente durano molto più a lungo dei cicli economici. Per quanto irregolari, tendono a esplicitarsi in media nell'arco di 15-20 anni. Dopo tutto, occorre molta legna per accendere un grande fuoco. Eppure i cicli finanziari possono passare in gran parte inosservati. Sono semplicemente troppo lenti per le autorità e gli osservatori, che focalizzano l'attenzione sulle fluttuazioni a più breve termine del prodotto.

Le conseguenze di un ciclo finanziario possono essere devastanti. Quando la fase di pronunciata espansione finanziaria (boom) lascia il posto a quella di pronunciata contrazione (bust), le perdite in termini di prodotto e di occupazione possono essere ingenti e straordinariamente durature. In altre parole, le recessioni patrimoniali impongono un tributo molto più pesante delle normali recessioni. Le contrazioni finanziarie mettono a nudo le distorsioni nell'allocazione delle risorse e le deficienze strutturali che il boom aveva temporaneamente occultato. Perciò, quando non sono improntate a una prospettiva di lungo periodo, le risposte della politica economica corrono il rischio di risolvere il problema immediato al prezzo di crearne uno maggiore in futuro. A questo riguardo, l'accumulo di debito nell'arco di cicli economici e finanziari successivi diventa un fattore determinante.

La Relazione annuale della BRI di quest'anno esplora tale prospettiva di lungo periodo<sup>1</sup>. Nel fare il punto dell'economia mondiale, delinea una cornice all'interno della quale la crisi, la risposta delle politiche economiche e il retaggio della crisi stessa assumono un ruolo di primo piano. La prospettiva di lungo periodo integra quella tradizionale focalizzata sulle oscillazioni a più breve termine del prodotto, dell'occupazione e dell'inflazione, dove i fattori finanziari rivestono tutt'al più un ruolo di secondo piano.

Il messaggio è semplice. L'economia mondiale ha evidenziato molti segnali incoraggianti nell'ultimo anno. Ma sarebbe imprudente pensare che si sia già scrollata di dosso lo stato di malessere post-crisi. Il ritorno a una crescita sostenibile ed equilibrata potrebbe restare un miraggio.

Il ripristino di una crescita sostenibile richiederà politiche economiche di ampio respiro. Nei paesi colpiti dalla crisi è necessario porre più enfasi sul risanamento dei bilanci e sulle riforme strutturali, e relativamente meno sullo stimolo monetario e fiscale: il lato dell'offerta è cruciale. La bontà delle politiche non consiste tanto nel cercare di pompare la crescita a tutti i costi, quanto nel rimuovere gli ostacoli che la frenano. La ripresa dell'economia mondiale offre una preziosa finestra di opportunità da non sprecare. Nelle economie risparmiate dai peggiori effetti della crisi, ma che sono cresciute sulla scorta di forti boom finanziari, è necessario porre maggiore enfasi sulle politiche volte a contenere i boom e a creare la capacità di far fronte a un possibile bust. Particolare attenzione meritano le nuove fonti di rischi finanziari, collegate alla rapida espansione dei mercati dei capitali. Anche in queste economie le riforme strutturali sono troppo importanti per essere rimandate.

C'è un filo conduttore in tutto questo. In gran parte, le cause del malessere post-crisi sono quelle della crisi stessa, e risiedono in un'incapacità collettiva di venire a patti con il ciclo finanziario. Per rimediare a questa incapacità è necessario adeguare l'impostazione delle politiche – fiscali, monetarie e prudenziali – al fine di garantire una risposta più simmetrica nelle fasi ascendenti e discendenti. E bisogna abbandonare l'idea che il debito possa essere il principale traino della crescita. In caso contrario, il rischio è che l'instabilità si radichi nell'economia globale e che il margine di manovra delle politiche si esaurisca.

Le successive sezioni del capitolo tastano il polso dell'economia globale, forniscono un'interpretazione degli andamenti attraverso la lente del ciclo finanziario, valutano i rischi a venire e infine elaborano le implicazioni sul piano delle politiche economiche.

## L'economia mondiale: il punto della situazione

La buona notizia è che la crescita ha segnato una ripresa nell'anno trascorso e vi è l'aspettativa generale di un ulteriore miglioramento (Capitolo III). In base alle proiezioni, la crescita del PIL mondiale dovrebbe infatti avvicinarsi ai tassi prevalenti nel decennio pre-crisi. Le economie avanzate (EA) hanno riacquisito slancio, nonostante le economie emergenti abbiano in parte rallentato il passo.

Nel complesso, tuttavia, il periodo post-crisi è stato deludente. Per gli standard dei normali cicli economici, la ripresa è stata lenta e debole nei paesi colpiti dalla crisi. In questi stessi paesi la disoccupazione è ancora ben al di sopra dei livelli pre-crisi, malgrado una recente flessione. Le economie emergenti (EME) si sono affermate

<sup>1</sup> Cfr. anche J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", lezione alla Harvard Kennedy School di Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014, e C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012 (di prossima pubblicazione nel *Journal of Banking & Finance*).

come principale motore della crescita post-crisi, rimbalzando vigorosamente fino al recente indebolimento. Nel complesso, sebbene la *crescita* del PIL mondiale non sia molto lontana dai tassi degli anni duemila, la sua *traiettoria* continua a essere inferiore a quella pre-crisi. Non abbiamo recuperato il terreno perduto.

Le prospettive di crescita nel più lungo periodo, poi, sono tutt'altro che rosee (Capitolo III). Nelle EA, specie quelle colpite dalla crisi, la crescita della produttività durante la ripresa è stata deludente, aggiungendosi a un calo tendenziale di lungo periodo. Finora la produttività ha evidenziato migliore tenuta nelle economie meno colpite dalla crisi, in particolare le EME, dove non si ravvisa in genere un analogo calo di lungo periodo. Ciò detto, soffiano forti i venti contrari degli andamenti demografici, e non soltanto nelle economie più mature.

E l'inflazione? In varie EME rappresenta ancora un problema. Ma in generale è rimasta bassa e stabile, e questa è una buona notizia. Al tempo stesso, in alcune economie colpite dalla crisi, ma anche altrove, l'inflazione si è collocata sistematicamente al disotto dell'obiettivo. In alcuni casi sono stati espressi nuovi timori di deflazione, in particolare nell'area dell'euro. Più avanti vedremo se e quanto sia legittimo preoccuparsi.

Dal lato finanziario, il quadro che si staglia è assai eterogeneo.

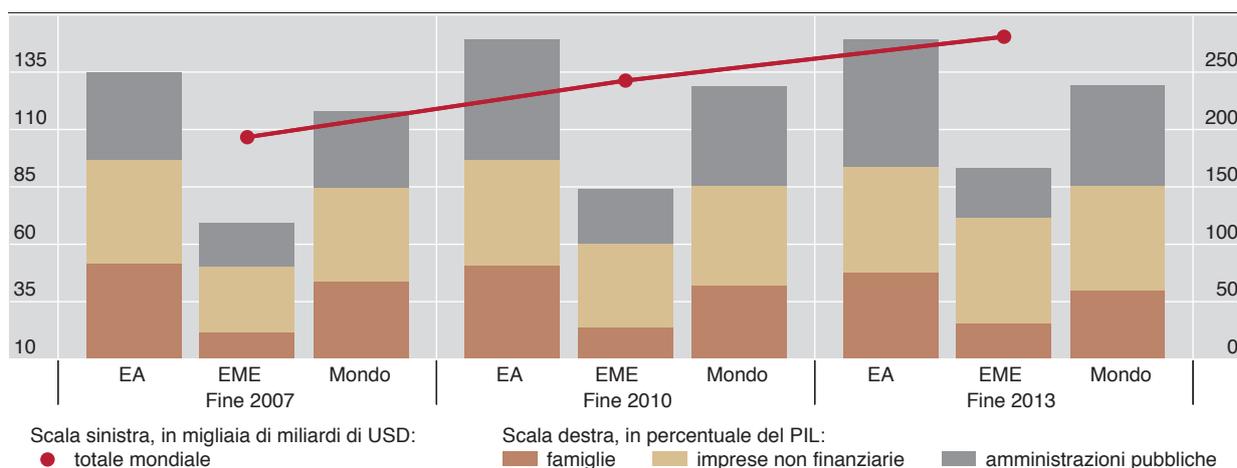
I mercati finanziari hanno mostrato grande vivacità nell'anno trascorso, almeno nelle EA, ballando perlopiù al ritmo delle decisioni delle banche centrali (Capitolo II). La volatilità dei mercati azionari, obbligazionari e valutari è sprofondata ai minimi storici. Ovviamente, gli operatori di mercato non stanno scontando pressoché alcun rischio. Nelle EA ha preso piede una caccia al rendimento sostenuta e generalizzata e gli spread creditizi si sono ristretti. La periferia dell'area dell'euro non ha fatto eccezione. I mercati azionari si sono spinti al rialzo. Nelle EME, tuttavia, questa corsa è stata molto più accidentata. Al primo indizio di una possibile normalizzazione della politica della Federal Reserve nel maggio dello scorso anno, i mercati emergenti hanno subito uno scossone, così come i loro tassi di cambio e i prezzi delle attività. Tensioni analoghe sono riaffiorate in gennaio, questa volta più per effetto di un cambiamento delle percezioni riguardo alle condizioni nelle stesse EME. Ma da allora il clima di mercato è migliorato sulla scia di una risposta risoluta delle politiche e una rinnovata ricerca di rendimento. Nel complesso, è difficile non provare un senso di sconcerto di fronte all'attuale sconnessione fra le dinamiche dei mercati e gli andamenti di fondo dell'economia mondiale.

La salute del settore finanziario è migliorata, ma le cicatrici rimangono (Capitolo VI). Sotto la forte pressione dei mercati e della regolamentazione, le banche nelle economie colpite dalla crisi hanno fatto progressi sul fronte della ricapitalizzazione, in ampia misura attraverso utili non distribuiti e nuove emissioni. Ciò detto, in alcuni paesi permangono dubbi circa la qualità degli attivi e l'effettiva entità del risanamento dei bilanci. Non sorprende che la relativa debolezza delle banche abbia favorito un'importante espansione dei mercati delle obbligazioni societarie come forma alternativa di finanziamento. Altrove, in molte economie meno colpite dalla crisi e sulla scia di una rapida crescita del credito, i bilanci appaiono più solidi, ma in alcuni casi hanno cominciato a deteriorarsi.

I bilanci del settore privato non finanziario sono stati profondamente influenzati dalla crisi e dalle tendenze che l'hanno preceduta (Capitolo IV). Nelle economie colpite dalla crisi l'espansione del credito a questo settore è stata lenta, ma i rapporti debito/PIL rimangono generalmente elevati, anche se in alcuni paesi si sono ridotti. All'altro estremo, diversi paesi risparmiati dalla crisi, in particolare EME, hanno sperimentato forti espansioni del credito e dei prezzi delle attività, che solo di recente hanno rallentato il passo. A livello mondiale, il debito totale del settore privato non finanziario è aumentato del 30% circa dallo scoppio della crisi, spingendo verso l'alto il rapporto con il PIL (grafico I.1).

## I livelli del debito continuano ad aumentare

Grafico I.1



Il campione "Mondo" comprende: Arabia Saudita, area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia e Ungheria. EA = economie avanzate; EME = economie emergenti.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Desta particolare preoccupazione il ristretto margine di manovra delle politiche macroeconomiche.

La politica di bilancio rimane generalmente sotto tensione (Capitolo III). Nelle economie colpite dalla crisi i disavanzi pubblici sono lievitati per effetto di un crollo delle entrate, di misure eccezionali di stimolo all'economia e, in alcuni casi, di salvataggi bancari. Più di recente vari paesi hanno imboccato la strada del risanamento. Ciò nonostante, i rapporti debito pubblico/PIL sono ulteriormente aumentati e in diversi casi appaiono collocarsi su una traiettoria insostenibile. Nei paesi non colpiti dalla crisi il quadro è più eterogeneo: i rapporti debito pubblico/PIL sono persino scesi in alcuni casi, mentre in altri sono aumentati, ma partendo da livelli molto più bassi. Il debito complessivo dei settori pubblici delle economie del G7 è cresciuto di quasi 40 punti percentuali, portandosi al 120% circa del PIL nel periodo post-crisi e contribuendo in misura decisiva all'aumento di 20 punti percentuali del rapporto fra debito complessivo (pubblico e privato) e PIL a livello mondiale (grafico I.1).

La politica monetaria sta saggiando i propri limiti (Capitolo V). Nelle economie colpite dalla crisi e in Giappone essa è stata straordinariamente accomodante. In presenza di tassi ufficiali prossimi o uguali allo zero in tutte le principali monete internazionali, le banche centrali hanno allentato ulteriormente le condizioni ricorrendo a politiche di forward guidance e di aggressiva espansione dei propri bilanci, ad esempio tramite acquisti su larga scala di attività finanziarie e l'offerta di prestiti a lungo termine. Mai prima d'ora le banche centrali si erano spinte così lontano. La normalizzazione dell'orientamento di politica monetaria è a malapena cominciata. Anche in altri paesi i tassi di interesse post-crisi sono stati assai bassi e le banche centrali hanno vigorosamente dilatato i propri bilanci, in questo caso per effetto degli interventi nei mercati dei cambi. Principalmente in risposta alle turbolenze di mercato, varie banche centrali delle EME hanno innalzato i tassi nell'anno trascorso.

L'impressione generale è che l'economia mondiale si stia riprendendo, ma che resti sbilanciata. La crescita è ritornata, ma le prospettive a lungo termine non sono incoraggianti. I mercati finanziari sono euforici, ma i progressi nel rafforzamento

dei bilanci bancari sono stati disomogenei e il debito privato continua ad aumentare. Le politiche macroeconomiche dispongono di uno scarso margine di manovra per far fronte agli inconvenienti che potrebbero presentarsi inattesi, compresa una normale recessione.

## L'economia mondiale attraverso la lente del ciclo finanziario

Come siamo giunti a questa situazione? Quali sono i rischi macroeconomici che ci attendono? Per rispondere a queste domande, occorre studiare la natura della passata recessione e la successiva risposta delle politiche economiche.

### La recessione patrimoniale e le sue conseguenze

Il prologo della Grande Recessione è noto. Un boom finanziario di vaste proporzioni sviluppatosi in un contesto di inflazione bassa e stabile, portato all'ennesima potenza – come spessissimo in analoghi episodi del passato – dall'innovazione finanziaria. Il credito e i prezzi degli immobili si erano impennati, dimentichi della blanda recessione dei primi anni duemila, galvanizzando una volta di più la crescita economica (Capitolo IV). Il morale era alle stelle. Si parlava di Grande Moderazione, nella convinzione generale che i responsabili delle politiche fossero finalmente riusciti ad addomesticare il ciclo economico e svelare i segreti più reconditi dell'economia.

La recessione che seguì mandò in frantumi questa illusione. Quando il boom finanziario si trasformò in bust, scoppiò una crisi finanziaria di rare proporzioni. Il prodotto e il commercio mondiali crollarono. Lo spettro della Grande Depressione fece la sua comparsa all'orizzonte.

Fu questo spettro a condizionare la risposta delle autorità. Per la verità, le prime avvisaglie della crisi non vennero capite. Quando i mercati interbancari si congelarono nell'agosto 2007, l'opinione prevalente era che le tensioni sarebbero rimaste contenute. Ma tutto cambiò quando, circa un anno dopo, Lehman Brothers fallì e l'economia mondiale entrò in un vuoto d'aria. Le politiche monetarie e fiscali furono impiegate in modo aggressivo per evitare una replica dell'esperienza degli anni trenta. Le ripercussioni si fecero sentire anche nei paesi lontani dall'epicentro della crisi; la Cina avviava una massiccia espansione trainata dal credito.

Inizialmente la medicina parve avere effetto. Fare affermazioni controfattuali è sempre difficile, ma non vi è dubbio che la tempestiva risposta delle politiche economiche abbia effettivamente attutito il colpo e scongiurato il peggio. In particolare, l'allentamento aggressivo della politica monetaria nei paesi colpiti dalla crisi ripristinò la fiducia ed evitò che il sistema finanziario e l'economia cadessero in picchiata. È questa l'essenza della gestione delle crisi.

Ciò nonostante, con il susseguirsi degli eventi, il sollievo lasciò il posto alla delusione. L'economia mondiale non si riprese come sperato. Le previsioni di crescita, almeno per le economie colpite dalla crisi, furono ripetutamente riviste al ribasso. L'espansione della politica di bilancio non riuscì a far ripartire l'economia, anzi si aprirono buchi sempre più ampi nei conti pubblici. E nell'area dell'euro, in parte a causa di specificità istituzionali, scoppiò dirompente una crisi del debito sovrano, minacciando di mettere in moto un micidiale circolo vizioso tra banche e Stati. A livello internazionale, i timori per l'insostenibilità dei conti pubblici indussero una parziale correzione di rotta. Nel frattempo, nel tentativo di rafforzare la ripresa, la politica monetaria continuava a sperimentare misure sempre più innovative. E le autorità di regolamentazione si sforzavano di ricostruire un sistema finanziario solido. L'economia mondiale stentava a riprendersi.

Questa sequenza di eventi non dovrebbe stupire, almeno a posteriori. Non si trattava della tipica recessione del dopoguerra con cui si abbattava l'inflazione. Si trattava di una recessione patrimoniale, associata alla fase discendente di un ciclo finanziario di enormi proporzioni. E portava con sé un eccesso molto maggiore di debito e di stock di capitale, danni molto maggiori al settore finanziario e un margine di manovra molto minore per la politica economica.

Le recessioni patrimoniali hanno due caratteristiche fondamentali.

Primo, sono molto onerose (Capitolo III). Sono generalmente più profonde, preludono a riprese più deboli e generano perdite permanenti in termini di prodotto: il prodotto può tornare al precedente *tasso* di crescita di lungo periodo, ma difficilmente alla precedente *traiettoria* di crescita. Diversi sono senz'altro i fattori che entrano in gioco. I boom rendono fin troppo facile sovrastimare il prodotto e la crescita potenziali, e anche allocare in modo distorto il capitale e il lavoro. E durante il bust un debito e uno stock di capitale eccessivi frenano la domanda, mentre il sistema finanziario azzoppato fatica a oliare il motore dell'economia, con danni per la produttività e un'erosione ulteriore delle prospettive di lungo periodo.

La seconda caratteristica, come suggerisce una crescente evidenza empirica, è che le recessioni patrimoniali sono meno reattive alle tradizionali misure di gestione della domanda (Capitolo V). Una ragione è che le banche devono risanare i propri bilanci. Fintantoché la qualità degli attivi è scadente e il capitale scarso, le banche tenderanno a restringere l'offerta di credito complessiva e, soprattutto, ad allocarla in modo distorto. Mentre si leccano le ferite, è naturale che ridimensionino l'attività. Ma continueranno a prestare soldi ai debitori in sofferenza (per evitare di riconoscere le perdite), mentre ridurranno il credito o lo renderanno più costoso per i debitori in condizioni migliori. Una seconda ragione, ancora più importante, è che gli operatori sovraindebitati vorranno ripianare il debito e risparmiare di più. Se si dà loro un'unità di reddito aggiuntiva, come può fare la politica di bilancio, la metteranno da parte invece di spenderla. Se li si incoraggia a indebitarsi di più riducendo i tassi di interesse, come può fare la politica monetaria, non lo faranno. Durante una recessione patrimoniale, la *domanda* di credito è per forza di cose anemica. La terza ragione ha a che fare con gli ampi squilibri settoriali e aggregati dell'economia reale accumulati nel corso del precedente boom finanziario, ad esempio nel settore delle costruzioni. In siffatte circostanze stimolare in modo indiscriminato la domanda aggregata non è di grande utilità. Può anzi peggiorare le cose se, ad esempio, i tassi di interesse molto bassi favoriscono settori che già presentano un eccesso di capitale.

Va detto che solo una parte del mondo ha attraversato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti (Capitolo III). Ciò è avvenuto là dove si erano verificati cicli finanziari *interni* di enormi proporzioni, in particolare negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Spagna e in Irlanda, nonché in molti paesi dell'Europa centrale e orientale e della regione baltica. Qui l'eccesso di debito delle famiglie e delle imprese non finanziarie si è accompagnato a problemi sistemici del settore bancario. Altrove, come in Francia, Germania e Svizzera, il settore bancario si è trovato in serie difficoltà soprattutto a causa dell'esposizione ai bust in altri paesi, mentre i bilanci delle società finanziarie non bancarie sono stati intaccati in misura molto minore. Altri paesi ancora, come il Canada e molte EME, hanno subito gli effetti della crisi principalmente attraverso i legami commerciali, non attraverso le banche: le loro recessioni non sono state di tipo patrimoniale. Lo stesso vale per il Giappone, che da tempo è alle prese con una prolungata carenza di domanda legata all'evoluzione demografica: la sua recessione patrimoniale il Giappone l'ha avuta negli anni novanta, ma questo non basta a spiegare le attuali traversie del paese. E solo nell'area dell'euro si è messo in moto il circolo vizioso tra banche e Stati.

Queste differenze spiegano anche perché i paesi si trovino attualmente a stadi diversi del ciclo finanziario interno (Capitolo IV). Quelli che hanno sperimentato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti hanno cercato di riassorbire l'eccesso di debito privato nel pieno di un calo dei prezzi degli immobili. Detto ciò, alcuni di loro stanno già assistendo a nuovi incrementi dei prezzi degli immobili, nonostante i livelli di debito siano ancora alti e in alcuni casi in crescita. Altrove il quadro varia, ma il credito e i prezzi degli immobili hanno in genere continuato a salire dopo la crisi, almeno fino a poco tempo fa. In alcuni paesi il ritmo dell'espansione finanziaria è rimasto entro gli intervalli storici tipici, ma in altri si è spinto molto più in là, determinando forti boom finanziari.

A loro volta, i boom finanziari in quest'ultimo gruppo di paesi riflettono in misura non trascurabile l'interazione a livello internazionale tra le risposte di politica monetaria (Capitoli II, IV e V). Le condizioni monetarie straordinariamente accomodanti nelle economie avanzate si sono trasmesse al resto del mondo, incoraggiando boom finanziari. Ciò è avvenuto per via diretta, considerando che le valute di queste economie sono utilizzate ben oltre i confini del paese di emissione. In particolare, l'ammontare di credito denominato in dollari USA fuori dagli Stati Uniti è pari a circa \$7 000 miliardi, ed è cresciuto notevolmente dopo la crisi. Ma è avvenuto anche per via indiretta, attraverso le operazioni di arbitraggio tra valute e attività. Ad esempio, la politica monetaria ha un forte impatto sulla propensione e sulle percezioni del rischio (il "canale dell'assunzione di rischio"). Influisce sugli indicatori della propensione al rischio, come l'indice VIX, e anche sui premi a termine e i premi al rischio, che a livello globale vanno di pari passo, un fattore, questo, che ha guadagnato rilevanza con lo sviluppo dei mercati interni del reddito fisso nelle EME. Hanno giocato un ruolo anche le risposte di politica monetaria nei paesi risparmiati dalla crisi, dove le autorità hanno incontrato difficoltà a operare con tassi di interesse significativamente più alti di quelli delle grandi economie colpite dalla crisi, per il timore di indurre reazioni eccessive del tasso di cambio e impennate dei flussi di capitali.

Il risultato è che, *a livello complessivo mondiale*, la politica monetaria è stata straordinariamente accomodante per un periodo insolitamente lungo (Capitolo V). Anche tralasciando l'impatto dell'espansione dei bilanci delle banche centrali e della forward guidance, i tassi ufficiali si collocano ormai da tempo largamente al disotto dei tradizionali parametri di riferimento.

## I rischi macroeconomici e finanziari attuali

Vista attraverso la lente del ciclo finanziario, l'attuale configurazione delle dinamiche macroeconomiche e finanziarie presenta una serie di rischi.

Nei paesi che hanno sperimentato espansioni finanziarie di vaste proporzioni, il rischio è che il boom si tramuti in bust, provocando potenziali situazioni di dissesto finanziario (Capitolo IV). Al riguardo, segnali inquietanti provengono da alcuni indicatori anticipatori che si sono dimostrati utili in passato, come il comportamento del credito e dei prezzi degli immobili. Gli indici del servizio del debito appaiono meno allarmanti, ma l'esperienza passata indica che possono aumentare notevolmente prima che compaiano tensioni. Ciò avviene in particolare se i tassi di interesse salgono, come potrebbe succedere se si rendesse necessario difendere i tassi di cambio dalle pressioni provenienti da ingenti esposizioni non coperte in valuta estera e/o della normalizzazione della politica monetaria nelle EA.

Inoltre, rispetto al passato alcuni elementi specifici di vulnerabilità possono essere cambiati, in modi insospettati (Capitolo IV). Negli ultimi anni le imprese non finanziarie in una serie di EME si sono indebitate pesantemente nei mercati dei capitali attraverso le loro affiliate in altri paesi, prevalentemente in valuta estera.

Questo fenomeno è stato definito la "seconda fase della liquidità globale", in opposizione alla fase pre-crisi, in cui erano state principalmente le banche a espandere le operazioni transfrontaliere. Le corrispondenti passività non compaiono necessariamente nelle statistiche sul debito estero, oppure, se i fondi vengono rimpatriati, possono figurare come investimento diretto estero. Esse potrebbero rappresentare una vulnerabilità nascosta, specie se il loro rimborso fa affidamento su flussi di cassa in moneta nazionale generati da settori sovradimensionati, come l'immobiliare, o se i fondi presi in prestito vengono utilizzati in operazioni di carry trade o per assumere posizioni speculative di altro tipo.

Allo stesso modo, il fiorire dell'industria dell'asset management nelle EME potrebbe amplificare le dinamiche dei prezzi delle attività in condizioni di tensione (Capitoli IV e VI). È il caso in particolare dei mercati del reddito fisso, che nell'ultimo decennio sono fortemente cresciuti, rendendo i paesi interessati ancora più vulnerabili alle forze dei mercati globali dei capitali. L'enorme disparità di dimensioni tra i portafogli degli investitori internazionali e i mercati in cui investono potrebbe, come un elefante in una cristalleria, provocare danni immani. Il fatto che questi flussi si siano ingigantiti sull'onda di un'aggressiva ricerca di rendimento è tutt'altro che rassicurante: essendo fortemente prociclici, salgono e scendono al variare delle condizioni e del clima di fiducia.

Per la verità, nel corso degli anni molte EME hanno preso provvedimenti importanti per migliorare la loro resilienza. A differenza che in passato, questi paesi registrano avanzi di conto corrente, hanno accumulato riserve valutarie, incrementato la flessibilità del tasso di cambio, rafforzato i rispettivi sistemi finanziari e adottato una panoplia di misure macroprudenziali. Nei due episodi di tensioni sui mercati di maggio 2013 e gennaio 2014, proprio i paesi con condizioni macroeconomiche e finanziarie più solide se la sono cavata meglio (Capitolo II).

Ma l'esperienza passata impone cautela. Le tensioni sui mercati cui abbiamo assistito finora non sono state accompagnate da bust finanziari; assomigliano piuttosto alle classiche tensioni di bilancia dei pagamenti. Per attenuare i bust finanziari gli avanzi di conto corrente possono essere utili, ma solo fino a un certo punto. In realtà, storicamente alcuni dei boom finanziari più nefasti si sono verificati in paesi che avevano una solida posizione con l'estero: gli Stati Uniti negli anni venti, prima della Grande Depressione, e il Giappone negli anni ottanta sono solo due esempi. E le misure macroprudenziali, per quanto utili a rafforzare le banche, hanno dimostrato di non essere in grado, da sole, di contenere efficacemente l'accumulo di squilibri finanziari, specialmente dove le condizioni monetarie sono rimaste accomodanti (Capitoli V e VI). Spesso e volentieri, tanto nelle economie avanzate che emergenti, bilanci bancari apparentemente solidi mascheravano vulnerabilità insospettite, venute alla luce solo nel momento in cui il boom finanziario si è tramutato in bust (Capitolo VI).

Nelle attuali circostanze è improbabile che gravi tensioni finanziarie nelle EME lascino immuni le EA. Il peso delle EME è cresciuto in modo considerevole dall'ultimo episodio di questo tipo, la crisi asiatica del 1997. Rispetto ad allora, la loro quota sul PIL mondiale, a parità di potere d'acquisto, è salita da un terzo alla metà. Ed è cresciuto anche il loro peso nel sistema finanziario internazionale. Le ricadute internazionali sarebbero particolarmente gravi se dovesse incepparsi la Cina, dove è in corso un boom finanziario di enormi proporzioni. A rischio sarebbero specialmente quei paesi esportatori di materie prime dove si sono registrati forti incrementi del credito e dei prezzi delle attività e dove i miglioramenti delle ragioni di scambio dopo la crisi hanno sorretto i livelli elevati dell'indebitamento e dei prezzi degli immobili. Ma sarebbero a rischio anche quelle aree del pianeta in cui il risanamento dei bilanci non è stato ancora portato a termine.

Nelle economie colpite dalla crisi, il rischio è che l'aggiustamento dei bilanci rimanga incompiuto, sia nel settore privato sia in quello pubblico. Ciò accrescerebbe la loro vulnerabilità a eventuali nuovi rallentamenti economici, indipendentemente dalle cause, e ostacolerebbe la normalizzazione delle politiche economiche. È piuttosto preoccupante, in effetti, vedere nelle grandi economie che si trovano a uno stadio più avanzato del ciclo economico, in particolare Stati Uniti e Regno Unito, dinamiche di crescita simili a quelle osservate in stadi più avanzati dei cicli finanziari, nonostante il processo di aggiustamento del debito e dei prezzi delle attività non si sia ancora concluso (Capitolo IV). Ad esempio, i prezzi degli immobili sono stati insolitamente elevati nel Regno Unito, e alcuni segmenti del mercato dei prestiti alle imprese, come i prestiti leveraged, hanno mostrato una vivacità persino superiore al periodo pre-crisi negli Stati Uniti (Capitolo II). In entrambi i casi, a causa dell'aggiustamento rimasto incompiuto, gli indici del servizio del debito del settore privato appaiono altamente sensibili a un aumento dei tassi di interesse (Capitolo IV). Al contempo, specialmente nell'area dell'euro, persistono dubbi sulla solidità dei bilanci bancari (Capitolo VI). E tutto ciò in un momento in cui le posizioni di bilancio restano fragili quasi ovunque, se valutate in una prospettiva di lungo periodo.

## Le sfide per le politiche economiche

Sulla scorta di questa analisi, cosa occorre fare nell'immediato? Per definire la risposta di policy nel breve periodo è necessario tenere conto degli andamenti del ciclo economico e dell'inflazione, che possono costringere a scelte difficili. E nel più lungo periodo, quali adeguamenti sarebbe opportuno apportare all'impostazione delle politiche economiche?

### Le sfide a breve termine: cosa fare nell'immediato?

La risposta appropriata nel breve termine, come sempre, dipende dalla situazione specifica di ogni paese. È comunque possibile, al rischio di una semplificazione eccessiva, fare alcune considerazioni generali dividendo i paesi in due gruppi: quelli che hanno sperimentato un bust finanziario e quelli che stanno sperimentando un boom finanziario. Vale poi la pena esplorare una sfida che interessa trasversalmente entrambi i gruppi, ossia cosa fare laddove l'inflazione si collochi persistentemente al disotto degli obiettivi.

#### Paesi che hanno sperimentato un bust finanziario

Nei paesi che hanno sperimentato un bust finanziario, le priorità sono il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali. Ciò discende naturalmente dalle tre caratteristiche delle recessioni patrimoniali: il danno prodotto dalle distorsioni dal lato dell'offerta, la minore reattività alle politiche della domanda aggregata e il considerevole restringimento del margine di manovra delle politiche (fiscali, monetarie o prudenziali). L'obiettivo è gettare le basi di una ripresa solida in grado di autosostenersi, rimuovere gli ostacoli che si frappongono alla crescita e incrementare il potenziale di crescita stesso. Questa è la strada che offre le migliori speranze di evitare una condizione di debolezza cronica. Le autorità non dovrebbero sprecare la finestra di opportunità offerta dal rafforzamento dell'economia.

La priorità maggiore è portare a compimento il risanamento dei bilanci bancari e rafforzare quelli dei settori non finanziari più colpiti dalla crisi. Purtroppo, nonostante tutti gli sforzi profusi finora, i rating che valutano la solidità finanziaria intrinseca delle banche – senza tenere conto del sostegno esterno – sono di fatto

peggiorati dopo la crisi (Capitolo VI). Ma i paesi dove le autorità si sono impegnate maggiormente per costringere le banche a riconoscere le perdite e a ricapitalizzarsi, come gli Stati Uniti, sono anche quelli dove la ripresa è stata più solida. Niente di nuovo in tutto ciò: prima della recente crisi, il diverso approccio seguito nei primi anni novanta dai paesi nordici e dal Giappone nella gestione delle rispettive crisi bancarie era comunemente ritenuto una delle ragioni principali della successiva divergenza in termini di performance economica. La verifica della qualità degli attivi e gli stress test che l'Unione europea metterà in atto prossimamente sono fondamentali per il raggiungimento di questo obiettivo. Più in generale, le banche dovrebbero essere incoraggiate a rafforzare ulteriormente la loro posizione patrimoniale, che è la base più solida per espandere il credito (Capitolo VI). Essenziale, poi, è il completamento delle riforme post-crisi del settore finanziario, di cui Basilea 3 è un elemento centrale.

L'indicazione che si ricava da tutto questo è che un mancato risanamento dei bilanci potrebbe indebolire il prodotto e il potenziale di crescita di un'economia nel più lungo periodo (Capitolo III). In altre parole, quella che gli economisti chiamano "isteresi" – l'impatto della persistenza di condizioni temporanee sul potenziale produttivo – può assumere diverse forme e dimensioni. Comunemente, si osserva che gli effetti di isteresi si manifestano attraverso carenze croniche della domanda aggregata. In particolare, i disoccupati perdono le loro competenze, diventando in questo modo meno produttivi e meno occupabili. Ma vi sono anche effetti importanti, probabilmente predominanti, che agiscono attraverso allocazioni distorte del credito e di altre risorse, e attraverso mercati poco flessibili dei beni, del lavoro e dei capitali. In letteratura se ne parla poco, ma meritano maggiore attenzione. Ne consegue che all'indomani di una recessione patrimoniale l'*allocazione* del credito conta più del suo ammontare *aggregato*. Se si tiene conto dell'eccesso di debito non sorprende che, come indica l'evidenza empirica, le riprese seguite alla crisi siano state generalmente "senza credito". E anche se il credito complessivo non dovesse crescere significativamente su base netta, è importante che a ottenerlo siano i prenditori meritevoli, non quelli biasimevoli.

Parallelamente al risanamento dei bilanci occorreranno anche riforme strutturali mirate. Le riforme strutturali giocano un triplice ruolo (Capitolo III). Per prima cosa, possono agevolare il necessario trasferimento di risorse tra settori, di fondamentale importanza dopo una recessione patrimoniale, contrastando in questo modo la debolezza dell'economia e accelerando la ripresa (si veda la Relazione annuale dello scorso anno). Per fare un esempio, probabilmente non è un caso che gli Stati Uniti, dove i mercati del lavoro e dei prodotti sono piuttosto flessibili, abbiano segnato una ripresa più robusta di quella dell'Europa continentale. Come seconda cosa, le riforme contribuiscono a innalzare il tasso di crescita sostenibile dell'economia nel più lungo periodo. Di fronte alle tendenze demografiche avverse, e a prescindere da tassi di partecipazione più elevati, incrementare la crescita della produttività è l'unico modo per potenziare la crescita economica nel lungo periodo. Infine, attraverso entrambi questi meccanismi, le riforme strutturali possono garantire alle imprese che ci sarà domanda in futuro, rafforzando quindi la domanda nell'immediato. Sebbene gli investimenti fissi delle imprese non siano deboli a livello globale, dove lo sono non è a causa di condizioni finanziarie restrittive. La combinazione di politiche strutturali varierà necessariamente da paese a paese, ma in molti casi non potrà prescindere da misure di deregolamentazione dei settori protetti, come i servizi, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro, un innalzamento dei tassi di partecipazione e un ridimensionamento di un settore pubblico ipertrofico.

Porre più enfasi sul risanamento e sulle riforme implica porne relativamente meno sulla gestione espansiva della domanda.

Questo principio si applica alla politica di bilancio. Dopo l'iniziale stimolo fiscale, si è in parte riscoperta la necessità di garantire la sostenibilità a più lungo termine. Questo mutato atteggiamento va accolto con favore: mettere in ordine i conti pubblici è di vitale importanza e la tentazione di allontanarsi da questa strada va combattuta. Per quanto ristretto, ogni margine di manovra esistente dev'essere sfruttato in primo luogo per contribuire a risanare i bilanci del settore privato, usando i fondi pubblici come sostegno di ultima istanza. Dove l'esigenza è pressante, potrebbe essere impiegato anche per catalizzare i finanziamenti privati a beneficio di progetti infrastrutturali accuratamente selezionati (Capitolo VI). Per fare spazio a queste priorità, potrebbe rendersi necessario risparmiare su altre voci di spesa.

Lo stesso principio si applica anche alla politica monetaria. Un impegno maggiore sul versante del risanamento e delle riforme contribuirebbe ad allentare l'enorme pressione sulla politica monetaria. Un certo grado di accomodamento monetario è senza dubbio necessario, ma all'indomani della crisi si è chiesto troppo a questo strumento. I limiti della politica monetaria si fanno particolarmente sentire quando i tassi si approssimano alla soglia zero (Capitolo V): arrivati a quel punto, l'unico modo per fornire ulteriore stimolo è gestire le aspettative sulla traiettoria futura dei tassi ufficiali e usare i bilanci delle banche centrali per influenzare le condizioni finanziarie diverse dai tassi di interesse a breve. Queste politiche producono effettivamente un impatto sui prezzi delle attività e sui mercati, ma presentano evidenti limiti e un'incisività decrescente. I premi a termine e i premi al rischio non si possono comprimere oltre un certo punto, e negli ultimi anni hanno già raggiunto o quasi i minimi storici. Il deprezzamento del tasso di cambio può essere di aiuto ma, come discusso più avanti, solleva anche questioni delicate a livello internazionale, specialmente se viene percepito come una misura utilizzata a scapito di altri paesi.

Il rischio, con il tempo, è che la politica monetaria perda incisività e che i suoi effetti collaterali proliferino. Questi effetti collaterali sono ben noti (si vedano le precedenti Relazioni annuali). La politica monetaria può contribuire a rinviare l'aggiustamento dei bilanci incoraggiando, ad esempio, il rinnovo automatico (evergreening) dei crediti problematici. Può addirittura danneggiare la redditività e la solidità delle istituzioni finanziarie comprimendo i margini di interesse. Può favorire le forme sbagliate di assunzione di rischio. E può generare ripercussioni indesiderate su altre economie, specialmente quando i cicli finanziari non sono sincronizzati. È significativo che, a dispetto dell'euforia dei mercati finanziari, la crescita sia stata deludente: la catena di trasmissione appare seriamente danneggiata. Il mancato rilancio degli investimenti nonostante le condizioni finanziarie estremamente accomodanti ne è un esempio calzante (Capitolo III).

Tutto ciò solleva la questione dell'equilibrio fra i rischi relativi ai tempi e ai ritmi più opportuni per procedere alla normalizzazione della politica monetaria (Capitolo V). Contrariamente a quanto viene spesso affermato, le banche centrali devono prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita troppo tardiva e troppo graduale. Questo riflette le considerazioni economiche appena delineate: il saldo fra costi e benefici peggiora con il permanere di condizioni eccezionalmente accomodanti. Anche le preoccupazioni di ordine politico giocano un ruolo fondamentale. Come indica l'esperienza passata, dal mondo della finanza e della politica verranno pressioni enormi per rinviare e prolungare il processo di uscita. I benefici di politiche monetarie straordinariamente accomodanti possono apparire concreti, specie se li si giudica in base alla reazione dei mercati finanziari; i loro costi, purtroppo, diventeranno evidenti solo col tempo e a posteriori. È già successo fin troppe volte in passato.

A prescindere dagli sforzi di comunicazione delle banche centrali, difficilmente l'uscita sarà priva di intoppi. Preparare i mercati facendo chiarezza sulle proprie

intenzioni potrebbe avere l'effetto di infondere negli operatori più sicurezza del voluto, incoraggiandoli ad assumersi rischi ulteriori e gettando i semi di una reazione ancora più accentuata. Se anche fosse consapevole di questo effetto, la banca centrale potrebbe restare immobile per timore di precipitare proprio il brusco aggiustamento che cercava di evitare. Può venirsi a creare un circolo vizioso. E alla fine potrebbero essere i mercati a reagire per primi, se maturano la percezione che la banca centrale sia in ritardo. Anche questo aspetto indica che occorre prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita tardiva. Le fibrillazioni dei mercati non dovrebbero essere un motivo per rallentare il processo.

## Paesi dove il boom finanziario è tuttora in corso o è giunto a una svolta

Nei paesi meno colpiti dalla crisi e che stanno sperimentando un boom finanziario, la priorità è affrontare l'accumulo di squilibri che potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria e macroeconomica. Si tratta di una priorità urgente. Come visto nel maggio dello scorso anno, la normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti potrebbe innescare rinnovate tensioni sui mercati (Capitolo II). La finestra di opportunità non va sprecata.

La sfida per questi paesi è cercare di contenere il boom e di rafforzare le difese contro un possibile bust. Innanzitutto, occorre inasprire le politiche prudenziali, specialmente attraverso l'impiego di strumenti macroprudenziali. La politica monetaria dovrebbe agire nella stessa direzione, mentre la politica di bilancio dovrebbe conservare sufficiente spazio di manovra per affrontare eventuali svolte del ciclo. Esattamente come negli altri paesi, inoltre, le autorità dovrebbero approfittare dell'attuale clima relativamente favorevole per attuare le necessarie riforme strutturali.

Il dilemma per la politica monetaria è particolarmente acuto. Fino a oggi le autorità hanno fatto affidamento principalmente su misure macroprudenziali per attutire i boom finanziari. Tali misure hanno indubbiamente rafforzato la resilienza del sistema finanziario, ma non si sono dimostrate altrettanto efficaci per contenere i boom (Capitolo VI). Il fardello del debito è cresciuto, così come la vulnerabilità dell'economia a un innalzamento dei tassi ufficiali. Dopo un periodo tanto prolungato di tassi così bassi, lo spazio di manovra si è ristretto (Capitolo IV). Specialmente per i paesi agli stadi più avanzati di un boom finanziario, la scelta ora è tra il rischio di anticipare la fase discendente del ciclo e il rischio di subire più avanti un tracollo finanziario di proporzioni ancora maggiori. Aggiustamenti più precoci e gradualmente sono preferibili.

## Come interpretare la recente disinflazione

Negli ultimi anni la crescita dei prezzi si è attestata in diversi paesi su livelli insolitamente e persistentemente bassi, o è addirittura divenuta negativa. In alcuni casi ciò si è verificato contestualmente a una crescita sostenuta del prodotto e persino a segnali preoccupanti di un accumulo di squilibri finanziari. Un esempio è la Svizzera, dove i prezzi sono andati di fatto calando mentre il mercato dei mutui ipotecari è in pieno boom. Un altro esempio proviene da alcuni paesi nordici, dove l'inflazione è scesa al disotto degli obiettivi e l'andamento del prodotto è leggermente più debole. Il caso più tristemente noto è quello del Giappone, dove i prezzi cominciarono a flettere dopo il bust finanziario degli anni novanta e hanno continuato a farlo fino a poco tempo fa, sebbene il loro calo cumulato sia stato di appena 4 punti percentuali. Più di recente, sono stati espressi timori per il basso livello dell'inflazione nell'area dell'euro.

Per decidere come reagire, è importante valutare attentamente i fattori che determinano i prezzi e la loro persistenza, nonché analizzare con occhio critico

l'efficacia e i possibili effetti collaterali degli strumenti a disposizione (Capitoli III e V). Ad esempio, vi è motivo di ritenere che le forze della globalizzazione stiano ancora esercitando benefiche pressioni al ribasso sui prezzi. Prima della crisi, questo fenomeno ha aiutato le banche centrali a tenere a bada l'inflazione anche mentre si stavano sviluppando boom finanziari. Allorché i tassi ufficiali scendono alla soglia zero e persistono gli influssi negativi di una recessione patrimoniale, la politica monetaria non è tuttavia lo strumento migliore per innalzare la domanda e di conseguenza l'inflazione. Inoltre, può insinuarsi il sospetto di svalutazioni competitive, poiché in un contesto di debolezza generalizzata il modo più efficace per incrementare il prodotto e i prezzi è svalutare il tasso di cambio.

Più in generale, è fondamentale discutere senza pregiudizi dei rischi e dei costi di un calo dei prezzi. La parola "deflazione" è altamente connotata: evoca immediatamente lo spettro della Grande Depressione, ma in realtà la Grande Depressione non fu la regola bensì l'eccezione, sia per l'intensità delle flessioni dei prezzi sia per le perdite di prodotto a esse associate (Capitolo V). Storicamente, i periodi di calo dei prezzi hanno spesso coinciso con una crescita sostenuta del prodotto. E l'esperienza di decenni più vicini a noi non fa eccezione. Inoltre, le condizioni sono cambiate notevolmente rispetto agli anni trenta, non ultimo per quanto riguarda la flessibilità al ribasso dei salari. Questa non è una ragione per ignorare i rischi e i costi di un calo dei prezzi: essi devono essere monitorati e valutati attentamente, specialmente quando il livello di indebitamento è elevato. Ma è una ragione per evitare reazioni istintive dettate dall'emozione.

## Le sfide nel più lungo periodo: adeguare l'impostazione delle politiche

La sfida principale nel lungo periodo è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da promuovere una crescita sana e sostenibile. Questo significa due cose, collegate tra loro.

La prima è che l'unico modo di rafforzare la crescita in maniera sostenibile è lavorare a riforme strutturali in grado di incrementare la produttività e sviluppare la resilienza dell'economia. È un problema vecchio e ben noto (Capitolo III). Come osservato, la crescita della produttività nelle economie avanzate è da tempo in declino. Certo, per un'economia che è arrivata allo stadio di maturazione, ciò può essere in parte il risultato naturale di uno spostamento della domanda verso settori dove la produttività misurata è più bassa, come i servizi. Ma in parte è sicuramente il risultato dell'incapacità di intraprendere riforme ambiziose. La tentazione di rimandare l'aggiustamento può rivelarsi irresistibile, specialmente quando l'economia tira e i boom finanziari spargono per ogni dove la polverina magica di un'illusoria ricchezza. La conseguenza è un modello di crescita che fa troppo affidamento sul debito, sia privato sia pubblico, e che pian piano crea le premesse per il proprio fallimento.

La seconda sfida, più nuova, consiste nell'adeguare l'impostazione delle politiche per affrontare in modo più sistematico il ciclo finanziario. Se non si tiene sotto osservazione l'andamento del ciclo finanziario si può finire, senza volerlo, per reagire in modo sproporzionato ad andamenti di breve termine del prodotto e dell'inflazione, generando problemi più grandi in futuro. Più in generale, adottare politiche asimmetriche su cicli economici e finanziari successivi può produrre nel tempo serie distorsioni, nonché il rischio che l'instabilità si radichi nell'economia. Le politiche che non cercano di contrastare i boom, ma procedono a un allentamento aggressivo e persistente durante i bust, distorcono verso il basso i tassi di interesse e verso l'alto i livelli di indebitamento, rendendo in definitiva più difficile alzare i tassi senza danneggiare l'economia: è la trappola del debito. Le crisi finanziarie sistemiche non diventano meno frequenti o meno intense, il debito pubblico e

privato continua a crescere, l'economia non riesce a raggiungere una traiettoria sostenibile più elevata e la politica monetaria e quella di bilancio rimangono senza più cartucce da sparare. Col tempo, le politiche perdono la loro efficacia e rischiano di incoraggiare proprio quelle condizioni che cercavano di prevenire. Al riguardo, gli economisti parlano di "incoerenza temporale": prese isolatamente, le misure possono apparire convincenti, ma messe in sequenza portano le autorità fuori strada.

Come già accennato, stando alle indicazioni disponibili è possibile stia accadendo proprio questo. Il margine di manovra delle politiche si sta riducendo, mentre il debito continua a crescere. E guardando al passato recente non è difficile trovare esempi in cui le politiche sono apparse eccessivamente focalizzate sugli andamenti di breve periodo. Si pensi alla risposta ai crolli del mercato azionario del 1987 e del 2000, e ai rallentamenti economici che ne seguirono (Capitolo IV): in entrambi i casi, per attutire il colpo, le politiche – in particolare la politica monetaria – furono energicamente allentate, mentre l'inasprimento successivo fu solo graduale. Sebbene l'economia stesse rallentando, il boom finanziario, sotto forma di incrementi del credito e dei prezzi degli immobili, acquistò slancio, in parte per effetto dell'allentamento. Esso si tramutò in tracollo pochi anni dopo, provocando gravi tensioni finanziarie e danni all'economia. Paradossalmente, la globalizzazione dell'economia reale ha conferito una forza e un'ampiezza maggiori ai boom finanziari: ha innalzato le aspettative di crescita, elevando in questo modo i boom all'ennesima potenza, e al contempo ha messo un freno ai prezzi, riducendo la necessità di inasprire la politica monetaria.

Tutto ciò ha implicazioni anche per quanto riguarda l'interpretazione della tendenza al calo dei tassi di interesse dagli anni novanta in poi. Alcuni osservatori attribuiscono questo declino a forze più profonde che generano una carenza cronica della domanda. Secondo tale interpretazione, la politica monetaria ha reagito passivamente a tali forze, evitando così danni maggiori per l'economia. Ma una politica che propende sistematicamente verso l'allentamento può rappresentare di per sé un fattore importante, poiché interagisce con la forza distruttiva del ciclo finanziario. Il ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali è ostacolato dall'accumulo di debito, unito alle distorsioni nelle dinamiche di produzione e investimento associate proprio al livello insolitamente basso dei tassi di interesse: in pratica, i tassi bassi si legittimano da soli. Minacciando di indebolire ulteriormente i bilanci, le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività che si profilano per effetto delle tendenze demografiche avverse non possono che esacerbare questo processo.

Cosa occorre per adeguare l'impostazione delle politiche economiche? Gli aggiustamenti necessari riguardano sia l'impostazione a livello nazionale sia il modo in cui le politiche interagiscono a livello internazionale.

La strategia generale per l'impostazione delle politiche a livello nazionale dovrebbe essere quella di accumulare riserve precauzionali durante il boom finanziario, da poter utilizzare durante il bust. Queste riserve accrescerebbero la capacità di tenuta dell'economia nella fase di recessione. Inoltre, agendo come una sorta di ancora, potrebbero contenere l'intensità del boom. Esse avrebbero l'effetto di rendere le politiche meno procicliche, facendole rispondere in modo più simmetrico alle fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, ed evitando così la progressiva erosione del loro spazio di manovra nel tempo.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, questo significa rafforzare l'orientamento sistemico o macroprudenziale. Gli strumenti disponibili, come i requisiti patrimoniali o il rapporto fra valore dei prestiti e valore delle garanzie, devono essere adeguati in modo da ridurre la prociclicità. Per quanto riguarda la politica monetaria, significa essere pronti a un inasprimento ogni volta che insorgono segnali di un accumulo di squilibri finanziari, anche se l'inflazione appare

sotto controllo nel breve periodo. E per quanto riguarda la politica di bilancio, significa usare la massima cautela nel valutare la solidità dei conti pubblici durante i boom finanziari, e prendere misure correttive. Significa anche definire un sistema fiscale che non privilegi il capitale di debito a scapito del capitale di rischio.

Dopo la crisi le politiche si sono effettivamente mosse in questa direzione, ma in misura diversa. E c'è ancora altro da fare.

La politica prudenziale è quella che ha fatto più strada. Basilea 3, in particolare, ha introdotto un buffer patrimoniale anticiclico per le banche nel quadro di una tendenza più generale verso l'adozione di assetti macroprudenziali nazionali.

La politica monetaria ha compiuto passi avanti. È ormai generalmente riconosciuto che la stabilità dei prezzi non garantisce la stabilità finanziaria. Inoltre, una serie di banche centrali ha modificato l'assetto delle proprie politiche incorporandovi la possibilità di procedere a un inasprimento durante le fasi di boom. Una novità fondamentale è stato l'allungamento dell'orizzonte di riferimento delle banche centrali. Detto questo, non c'è consenso unanime sull'auspicabilità di adeguamenti di questo tipo, e gli effetti collaterali di un allentamento prolungato e aggressivo dopo un tracollo finanziario continuano a essere oggetto di dibattito.

La politica di bilancio è quella che è rimasta più indietro. Manca un'adeguata consapevolezza degli enormi effetti di abbellimento che un boom finanziario produce sui conti pubblici, determinando una sopravvalutazione del prodotto e della crescita potenziali (Capitolo III), riempiendo con particolare generosità le casse dello Stato e mascherando l'accumulo di passività potenziali che si paleserebbero al momento di affrontare le conseguenze di un bust. Durante i rispettivi boom, ad esempio, l'Irlanda e la Spagna potevano vantare un rapporto debito pubblico/PIL in calo e avanzi di bilancio che, si è scoperto poi, non erano adeguatamente corretti per gli effetti del ciclo. Manca, specularmente, un'adeguata consapevolezza dei limiti di una politica di bilancio espansiva durante una recessione patrimoniale: l'opinione prevalente è che la politica di bilancio sia addirittura più efficace in condizioni di questo tipo.

Per la politica monetaria, le sfide sono particolarmente complesse. L'idea di fondo è di allungare l'orizzonte di riferimento oltre i due anni circa su cui si focalizzano tipicamente le banche centrali. Naturalmente, non si tratta di estendere in modo meccanico l'orizzonte delle previsioni, bensì di consentire una valutazione più sistematica e strutturata dei rischi che i cicli finanziari, più lenti, pongono per la stabilità macroeconomica, l'inflazione e l'efficacia degli strumenti di policy. In questo modo diventerebbe anche più facile riconciliare le considerazioni di ciclo finanziario e quelle di inflazione: la chiave è combinare l'enfasi su una stabilità dei prezzi sostenibile con una maggiore tolleranza verso scostamenti temporanei dagli obiettivi di inflazione e apprezzamenti del tasso di cambio. Ciò detto, le sfide sul piano della comunicazione sono di enorme portata.

Passando all'interazione fra le politiche monetarie nazionali, la sfida consiste nell'affrontare le complicazioni che derivano dall'elevata integrazione dell'economia mondiale. In un mondo siffatto, la necessità di un'azione collettiva, ossia di cooperazione, è ineludibile. Le politiche nazionali, prese singolarmente, sono meno efficaci. E abbondano i problemi di incentivi: le autorità nazionali possono essere tentate di agire opportunisticamente, o possono essere spinte da pressioni politiche a ignorare l'impatto negativo del loro operato su altri paesi.

La cooperazione è messa continuamente alla prova: avanza e indietreggia. Dopo la crisi ha progredito notevolmente nel campo della regolamentazione finanziaria e delle questioni fiscali. Prova ne sono la revisione del quadro regolamentare del settore finanziario, in particolare Basilea 3 e i lavori coordinati dal Financial Stability Board, nonché le recenti iniziative sulla tassazione condotte sotto l'egida del G20. In queste aree, la necessità di cooperazione è stata pienamente riconosciuta.

Al contrario, in campo monetario continua a prevalere l'idea che ognuno sia responsabile di "tenere in ordine casa propria": come è stato argomentato più dettagliatamente altrove<sup>2</sup>, esistono evidenti margini di miglioramento a tale proposito. Quanto detto finora indica che l'interazione fra le politiche monetarie nazionali presenta rischi per l'economia globale. Tali rischi si riflettono nel modo più lampante nelle condizioni monetarie e finanziarie straordinariamente accomodanti nel mondo intero e nell'accumulo di squilibri finanziari in certe regioni. Le autorità nazionali dovrebbero come minimo tener conto degli effetti del loro operato sulle altre economie, e dei corrispondenti effetti di retroazione sulla propria giurisdizione. Le economie maggiori indubbiamente cercano già di farlo. Ma se i loro quadri di riferimento analitici non mettono al centro delle valutazioni le fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, e omettono di considerare la miriade di interconnessioni finanziarie che tengono insieme l'economia globale, questi effetti di retroazione finiranno per essere drammaticamente sottostimati.

## Conclusioni

L'economia mondiale fatica a uscire dal cono d'ombra della Grande Crisi Finanziaria. Il retaggio della crisi è capillare. È evidente nei livelli relativamente alti di disoccupazione nelle economie colpite dalla crisi, malgrado la crescita del prodotto abbia ripreso forza, nella sconnessione tra la straordinaria vivacità dei mercati finanziari e la fiacchezza degli investimenti, nella crescente dipendenza dei mercati finanziari dalle banche centrali, nell'aumento del debito pubblico e privato e nel rapido restringimento del margine di manovra delle politiche economiche.

La tesi di questo capitolo è che per tornare a una crescita sana e sostenibile è necessario apportare aggiustamenti alla combinazione e all'impostazione attuali delle politiche economiche. Questi aggiustamenti devono partire dal riconoscimento che la recessione patrimoniale post-crisi è meno malleabile alle tradizionali politiche di gestione della domanda aggregata e rende ancora più importanti il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, che i boom e i bust finanziari sono diventati una grave minaccia alla stabilità macroeconomica e che l'unica fonte di prosperità duratura è il rafforzamento del lato dell'offerta, in particolare una crescita più alta della produttività. Dovrebbero inoltre basarsi sulla premessa che tenere in ordine casa propria, in un'economia globale fortemente integrata, è una condizione necessaria ma non sufficiente a garantire prosperità: per raggiungere questo obiettivo è essenziale la cooperazione internazionale.

Nel breve periodo, il compito principale è sfruttare la finestra di opportunità offerta dall'attuale ripresa della crescita mondiale. Occorre fare relativamente meno affidamento sui tradizionali stimoli alla domanda aggregata e più affidamento sul risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, specialmente nelle economie colpite dalla crisi. La politica monetaria, in particolare, da troppo tempo è gravata di un fardello eccessivo. Dopo tutti questi anni di eccezionale espansione monetaria, il rischio di una normalizzazione troppo lenta e troppo tardiva merita particolare attenzione. Inoltre, dove è il caso, la risposta alle pressioni disinflazionistiche inattese deve tenere accuratamente in considerazione la natura e la persistenza delle forze all'opera, la ridotta efficacia della politica monetaria e i suoi effetti collaterali. Nei paesi in cui è in corso un forte boom finanziario, la priorità è rafforzare le difese per

<sup>2</sup> J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN intitolata *The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world*, Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

poter affrontare un potenziale bust. Anche in questi casi le riforme strutturali non devono essere rimandate.

Nel più lungo periodo, il compito principale è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da rendere la crescita meno dipendente dal debito e da contenere il potere distruttivo del ciclo finanziario. Politiche macroeconomiche e prudenziali più simmetriche nell'arco di tale ciclo consentirebbero di evitare una persistente propensione all'allentamento, che con il tempo rischia di consolidare l'instabilità ed esaurire il margine di manovra delle politiche.

Non agire comporta rischi che non vanno sottovalutati. L'economia mondiale potrebbe essere avviata lungo una traiettoria insostenibile, e a un certo punto l'apertura del commercio internazionale e l'ordine finanziario che conosciamo oggi potrebbero correre seri pericoli. Finora gli assetti istituzionali hanno dato prova di notevole resilienza al drammatico shock della crisi finanziaria. Ma non è una cosa che si può dare per scontata, specialmente se dovessero riaffiorare gravi tensioni finanziarie. Le voci ricorrenti di "guerre valutarie" sono particolarmente preoccupanti: dove le politiche espansive interne non funzionano come previsto, il deprezzamento del tasso di cambio può finire per essere visto come l'unica soluzione. Ma l'allentamento competitivo rischia di essere un gioco a somma negativa, se tutti cercano di usare la stessa arma e i costi interni superano i benefici. Preoccupante è anche la crescente tentazione degli Stati nazionali di abbandonare i faticosi ma preziosissimi sforzi per favorire l'integrazione internazionale.

Nel frattempo, il consenso sui pregi della stabilità dei prezzi comincia a sfilacciarsi. E via via che si affievolisce il ricordo dei costi e della persistenza dell'inflazione, potrebbe crescere la tentazione di alleggerire l'enorme onere del debito attraverso una combinazione di inflazione, repressione finanziaria e autarchia.

C'è molto da fare. È necessaria una nuova bussola. Questo capitolo introduttivo ha delineato la direzione generale del viaggio. Restano da risolvere importanti sfide analitiche e operative se si vogliono affrontare in maniera adeguata i boom e i bust finanziari. Alcuni degli strumenti utilizzabili sono descritti nelle pagine che seguono, ma occorre fare molto di più. Sul piano politico, poi, le sfide sono ancora più ardue. Come insegna la storia, la prospettiva di lungo periodo non trova mai molti adepti. Pochi sono disposti a tenere a freno un boom finanziario che porta a tutti un'illusione di ricchezza. O ad astenersi da rimedi facili e immediati quando il prodotto rallenta, anche se tali rimedi rischiano di gettare benzina sul fuoco di boom finanziari già insostenibili. O ad affrontare di petto i problemi dei bilanci durante una crisi, quando sembrano esserci altre vie d'uscita, apparentemente più facili. La tentazione di imboccare scorciatoie è semplicemente troppo forte, anche se queste scorciatoie, alla fine, non portano da nessuna parte.

La strada da percorrere è sicuramente lunga. Una ragione in più per non rimandare la partenza.