

I. Se l'impensabile diventa ordinario

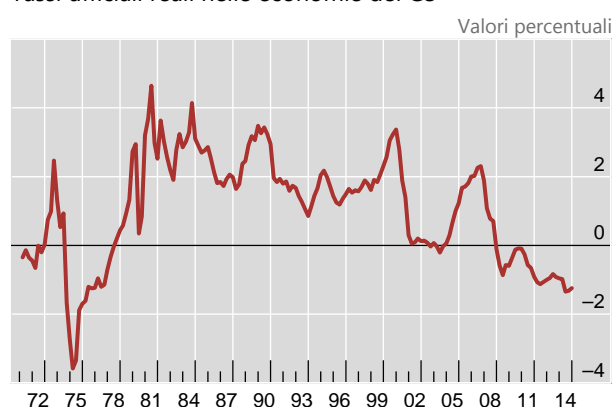
I tassi di interesse non sono mai stati così bassi così a lungo (grafico I.1). Sono bassi in termini nominali e in termini reali (depurati dall'inflazione), e sono bassi in base a qualsiasi parametro. Fra dicembre 2014 e fine maggio 2015, in media, \$2 000 miliardi circa di titoli pubblici a lungo termine, in gran parte di prenditori sovrani dell'area dell'euro, venivano scambiati con rendimenti *negativi*. Al loro punto di minimo i rendimenti sovrani francesi, tedeschi e svizzeri risultavano negativi su tutte le scadenze fino a, rispettivamente, cinque, nove e 15 anni. Questa situazione non ha precedenti. I tassi ufficiali sono addirittura calati rispetto al culmine della Grande Crisi Finanziaria, in termini sia nominali sia reali. In termini reali, essi sono negativi da un periodo ormai più lungo di quanto lo siano stati durante la Grande Inflazione degli anni settanta. Eppure, per quanto eccezionale sia questa situazione, molti si attendono che prosegua. Vi è qualcosa di profondamente inquietante quando l'impensabile minaccia di diventare ordinario.

Il basso livello dei tassi è soltanto il sintomo più evidente di un malessere generale, che persiste malgrado i progressi compiuti dalla crisi. La crescita economica mondiale sarà pure non lontana dalle medie storiche, ma resta sbilanciata. Gli oneri debitori sono ancora elevati, e spesso in crescita, in relazione al prodotto e ai redditi. Le economie colpite da una recessione patrimoniale stentano ancora a tornare a un'espansione sana. Varie altre economie evidenziano segnali di squilibri finanziari, sotto forma di aumenti vigorosi del credito e dei prezzi delle attività, pur in assenza di pressioni inflazionistiche. La politica monetaria si è fatta carico di una parte fin troppo grande dell'onere di stimolare il prodotto. Allo stesso tempo, la crescita della produttività ha continuato a flettere.

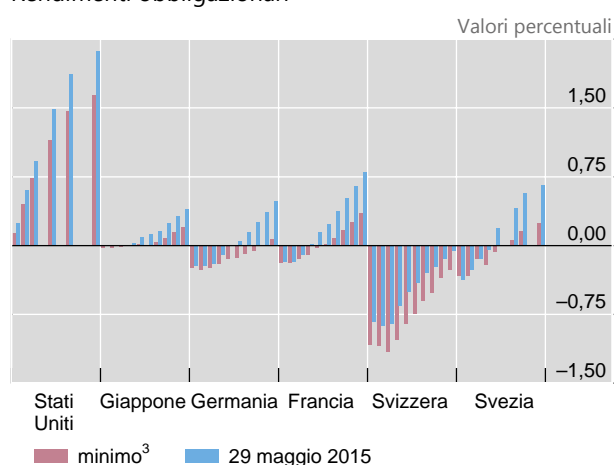
Il livello dei tassi di interesse è eccezionalmente e persistentemente basso

Grafico I.1

Tassi ufficiali reali nelle economie del G3¹



Rendimenti obbligazionari²



¹ Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia. Medie ponderate di area dell'euro (Germania), Giappone e Stati Uniti, costruite utilizzando pesi mobili di PIL e PPA. ² Rendimento a scadenza; per ciascun paese, le barre rappresentano le scadenze da uno a 10 anni. ³ Per gli Stati Uniti, 30 gennaio 2015; per il Giappone, 19 gennaio 2015; per la Germania, 20 aprile 2015; per la Francia, 15 aprile 2015; per la Svizzera, 23 gennaio 2015; per la Svezia, 17 aprile 2015.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Tale malessere si è dimostrato oltremodo difficile da capire. Il dibattito è rovente. Muovendo dall'analisi dello scorso anno, questa Relazione annuale offre una chiave per interpretare ciò che sta succedendo. Lo fa concentrando sui fattori finanziari, di medio periodo e internazionali, in opposizione alla prospettiva dominante, maggiormente incentrata sui fattori reali, di breve periodo e interni.

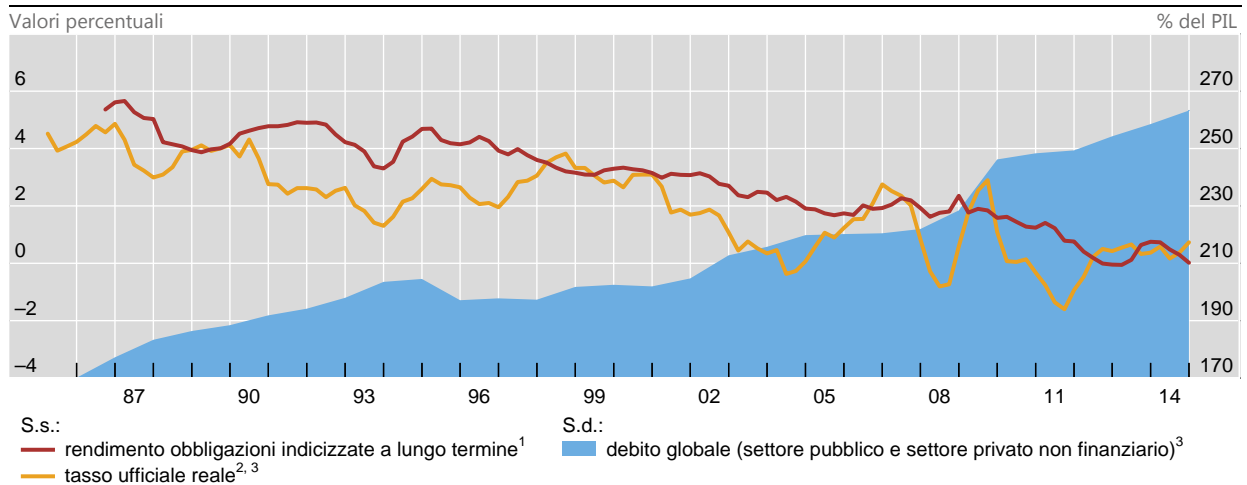
Sosteniamo qui che l'attuale malessere potrebbe riflettere in misura considerevole la scarsa comprensione di come gli andamenti finanziari interagiscono con il prodotto e l'inflazione in un'economia globalizzata. Da qualche tempo ormai, tanto nelle economie avanzate quanto nelle economie emergenti (EME), le politiche economiche si sono dimostrate inefficaci nel prevenire la formazione e il tracollo di squilibri finanziari estremamente dannosi, che hanno lasciato profonde cicatrici nel tessuto economico, indebolendo la produttività e distorcendo l'allocazione settoriale e temporale delle risorse reali.

La chiave di interpretazione qui proposta suggerisce che il livello così basso dei tassi di interesse prevalso così a lungo potrebbe non essere quello "di equilibrio", propizio a un'espansione mondiale sostenibile ed equilibrata. Anziché un semplice sintomo dell'attuale debolezza, esso ne sarebbe una delle concause, avendo alimentato onerosi cicli finanziari di boom e bust. Le conseguenze sono un debito eccessivo, una crescita insufficiente e tassi di interesse troppo bassi (grafico I.2). In sintesi, il basso livello dei tassi tende a perpetuarsi.

Questa situazione ha una dimensione sia nazionale sia internazionale. I regimi nazionali di politica economica si sono focalizzati quasi esclusivamente sulla stabilizzazione a breve termine del prodotto e dell'inflazione, perdendo di vista i cicli finanziari, più lenti ma anche più onerosi. E il sistema monetario e finanziario internazionale ha acuito queste lacune. Ciò si è fatto particolarmente evidente dopo la crisi. La politica monetaria nelle economie principali ha spinto forte sull'acceleratore, senza ottenere tuttavia una trazione sufficiente, mentre le pressioni sui tassi di cambio e sui flussi di capitali hanno esteso l'allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie a paesi che non ne avevano bisogno,

I tassi di interesse sprofondano, il debito lievita

Grafico I.2



¹ Dal 1998, media ponderata di Francia, Regno Unito e Stati Uniti; per il periodo precedente, solo Regno Unito. ² Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ³ Aggregato basato sulle medie ponderate delle economie del G7 più la Cina, costruite utilizzando pesi mobili di PIL e PPA.

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

alimentando la formazione di vulnerabilità finanziarie. Un'importante manifestazione di ciò è la forte espansione del credito in dollari USA nelle EME, soprattutto attraverso i mercati dei capitali. La propensione del sistema all'allentamento e all'espansione nel breve periodo rischia di avere esiti contrattivi nel più lungo periodo, al momento della correzione degli squilibri finanziari.

La risposta corretta è di difficile attuazione. Il mix specifico delle politiche dipende dai paesi, ma in generale ciò che occorre è un triplo ribilanciamento nell'impostazione delle politiche nazionali e internazionali: da interventi illusori di aggiustamento macroeconomico di breve periodo verso strategie di medio periodo; da un'attenzione spropositata agli andamenti a breve del prodotto e dell'inflazione verso una risposta più sistematica ai cicli finanziari, per loro natura più lenti; da una visione riduttiva per cui basta mantenere in ordine la propria casa, verso una visione globale che riconosca i costi dell'interazione fra politiche orientate esclusivamente all'interno.

In questo processo di ribilanciamento sarà essenziale affidarsi meno alle politiche di gestione della domanda e più a quelle strutturali, con l'obiettivo di abbandonare il modello di crescita trainata dal debito che ha agito da surrogato politico e sociale di riforme orientate all'aumento della produttività. L'opportunità offerta dalla flessione dei corsi petroliferi non va sprecata. La politica monetaria, sovraccaricata ormai da troppo tempo, deve essere parte della soluzione, non l'unica soluzione.

Il resto del capitolo scava ulteriormente all'interno del problema per cercare di far emergere una possibile soluzione. La prima sezione passa in rassegna l'evoluzione dell'economia mondiale nell'anno trascorso e valuta le prospettive e i rischi a venire. La seconda propone la chiave con cui interpretare le forze che hanno plasmato, e continueranno a plasmare, tale evoluzione. La terza considera le implicazioni sul piano delle politiche.

L'economia mondiale: dove si trova e dove potrebbe dirigersi

Uno sguardo al passato: l'evoluzione recente

Dove avevamo lasciato l'economia mondiale a questa epoca lo scorso anno? La crescita del prodotto non era lontana dalla media storica; le economie avanzate (EA) stavano acquistando slancio, le EME lo stavano in parte perdendo. A eccezione di poche EME, l'inflazione era bassa e, in alcuni casi degni di nota, inferiore all'obiettivo della banca centrale. La modesta assunzione di rischio nell'economia reale contrastava con quella aggressiva nei mercati finanziari: investimenti anemici coesistevano con prezzi vigorosi delle attività e una volatilità insolitamente bassa. L'andamento dei mercati sembrava dipendere dallo straordinario accomodamento monetario: gli indici azionari e obbligazionari rispondevano alla minima parola o azione dei banchieri centrali. Mentre i bilanci delle banche nelle economie colpite dalla crisi si riprendevano lentamente, esplodevano i finanziamenti nei mercati dei capitali. I bilanci del settore privato non finanziario si muovevano lungo una chiara linea di demarcazione: nei paesi colpiti dalla crisi l'indebitamento del settore si stava riducendo, a ritmi diversi ma perlopiù contenuti; altrove esso stava aumentando, spesso a ritmi inquietanti. La politica di bilancio si trovava generalmente in difficoltà:

i rapporti debito/PIL continuavano ad aumentare nonostante gli sforzi di risanamento di diverse EA. Di conseguenza, il debito globale del settore privato e di quello pubblico stava aumentando in rapporto al PIL. La politica monetaria si trovava a spingersi oltre quelli che, all'epoca, si credeva fossero i suoi limiti.

Da allora sono intervenuti due importanti sviluppi. In primo luogo, sono calati drasticamente i corsi del petrolio, e in misura minore quelli di altre materie prime. La flessione del 60% circa registrata dal greggio fra il luglio 2014 e il marzo 2015 è la terza in ordine di grandezza degli ultimi cinquant'anni, dopo quelle successive al fallimento di Lehman Brothers e alla spaccatura del cartello OPEC nel 1985. Da marzo i corsi petroliferi hanno recuperato solo parte del terreno perduto. In secondo luogo, si è fortemente apprezzato il dollaro USA. Il tasso di cambio del dollaro ponderato su base commerciale è salito di circa il 15%, uno degli apprezzamenti più marcati in un periodo di tempo analogo. L'ascesa è stata particolarmente pronunciata nei confronti dell'euro.

Molte parole si sono spese sui prezzi del petrolio. Ma anche questi prezzi, come quelli di qualunque attività, sono determinati dalla combinazione di aspettative di mercato sulla produzione e sui consumi futuri, atteggiamenti nei confronti del rischio e condizioni di finanziamento (Capitolo II). Nel caso recente ha avuto un ruolo determinante la presa di coscienza che l'OPEC si sarebbe concentrata sulla quota di mercato e non avrebbe più limitato la produzione come in passato, un vero cambiamento nelle regole del gioco. Questa spiegazione si confà meglio ai tempi e alla repentinità del calo rispetto ai timori di un indebolimento della domanda mondiale. In aggiunta, potrebbe essere entrata in gioco anche l'attività di copertura tramite derivati da parte di singoli produttori altamente indebitati.

Quali che ne siano le cause, la flessione dei prezzi del petrolio ha già impresso, e continuerà a imprimere, un benefico slancio all'economia mondiale (Capitolo III). Il calo del prezzo di un input fondamentale della produzione mondiale non potrà che avere un effetto espansivo. Tanto più laddove non rifletta un calo della domanda. Ciò nondimeno, vi saranno ovviamente vincitori e perdenti, e l'interazione delle dinamiche dei corsi petroliferi con le vulnerabilità finanziarie andrà seguita con attenzione (cfr. infra).

Il brusco apprezzamento del dollaro ha cause molteplici ed effetti incerti. Esso è iniziato allorché si sono consolidate le aspettative di divergenza fra le condizioni macroeconomiche e di politica monetaria, per cui le attività in dollari USA sono parse relativamente più attraenti. Si è poi radicato quando la BCE ha sorpreso i mercati con il suo programma di acquisti su larga scala di attività finanziarie. L'impatto dell'apprezzamento attraverso gli scambi commerciali è di natura prevalentemente redistributiva, ma va accolto con favore nella misura in cui ha spostato l'impulso di crescita dalle economie più forti a quelle più deboli. In ultima istanza, tuttavia, l'impatto dipenderà dall'impronta che l'apprezzamento lascerà sulle vulnerabilità finanziarie e da come le politiche, non da ultimo quelle monetarie, reagiranno a loro volta alle oscillazioni dei cambi. A questo riguardo, l'ampiezza dello stock di debito in dollari detenuto dai residenti al di fuori degli Stati Uniti avrà un ruolo chiave (cfr. infra).

Insieme, la flessione del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del dollaro contribuiscono a spiegare, e in parte riflettono, l'ulteriore calo dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. Contribuiscono a spiegarlo nella misura in cui il ribasso del petrolio ha intensificato le pressioni disinflazionistiche a livello mondiale. E lo riflettono nella misura in cui la politica monetaria eccezionalmente accomodante di alcune giurisdizioni induce all'allentamento altrove. Basti pensare alla decisione

della Banca nazionale svizzera o della banca centrale danese di mettere alla prova i limiti dei tassi di interesse negativi allorché i rispettivi tassi di cambio sono stati investiti da enormi pressioni.

Dove si trova oggi l'economia internazionale? A prima vista, forse non lontano da dove l'avevamo lasciata un anno fa. La crescita mondiale non è pressoché variata, ed è proseguita la rotazione dalle EME alle EA. L'inflazione è leggermente più bassa, in particolare per fattori positivi e temporanei dal lato dell'offerta (Capitolo IV). I mercati finanziari mandano segnali contrastanti: la volatilità si è in parte normalizzata e l'assunzione di rischio nei mercati del debito societario ha rallentato il passo, specialmente nelle EME. Eppure i corsi azionari si sono ulteriormente impennati e i mercati sembrano ancora pendere dalle labbra delle banche centrali (Capitolo II). La normalizzazione della politica monetaria statunitense appare più vicina, ma i suoi tempi restano incerti. Le condizioni di salute delle banche sono migliorate, ma permangono dubbi, che alimentano ulteriormente l'attività di finanziamento tramite i mercati dei capitali (Capitolo VI). I bilanci del settore privato hanno proseguito sulla stessa strada: in alcuni paesi il debito è diminuito, in altri è cresciuto, ma nel complesso poco è cambiato (Capitolo III).

A guardare bene, tuttavia, i rischi e le tensioni di medio periodo sono cresciuti, come c'era da aspettarsi essendo prevalso un modello sbagliato di crescita trainata dal debito. È a questi rischi e tensioni che rivolgiamo ora l'attenzione.

Uno sguardo al futuro: rischi e tensioni

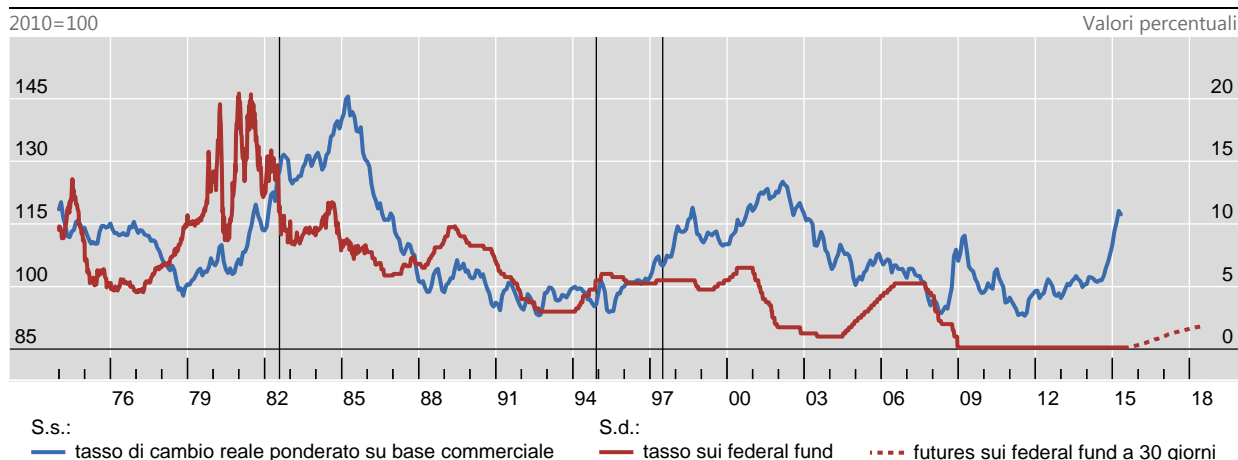
Al fine di comprendere i principali rischi di medio periodo è utile suddividere i paesi tra quelli che sono stati colpiti pesantemente dalla Grande Crisi Finanziaria e quelli che lo sono stati meno. E ciò perché, a distanza di quasi dieci anni, la crisi continua a gettare un'ombra lunga sul presente (Capitolo III).

Nei paesi meno colpiti dalla crisi il rischio principale è che i cicli finanziari interni raggiungano il picco, spesso in presenza di vulnerabilità esterne. Questo gruppo comprende alcune EA, in particolare gli esportatori di materie prime, e molte EME, in particolare alcune delle maggiori. In tali economie il protrarsi di boom interni del credito ha spinto su nuovi massimi il debito del settore privato in relazione al PIL, spesso parallelamente a forti aumenti dei prezzi immobiliari. In diversi paesi, come in passato, sono entrate in gioco anche le fonti esterne di espansione del credito, specie in moneta estera. Ad esempio, il credito in dollari USA ai prenditori non bancari delle EME è quasi raddoppiato dagli inizi del 2009, oltrepassando i \$3 000 miliardi. Particolarmente a rischio si trovano gli esportatori di materie prime, finora sospinti da un "superciclo" delle materie prime e ulteriormente galvanizzati dalle condizioni mondiali di finanziamento eccezionalmente distese. Non deve sorprendere che in America latina le stime dei tassi di crescita potenziale siano già state dimezzate. A questo riguardo la Cina ha un ruolo centrale, essendo un'enorme economia importatrice di materie prime, che di recente ha considerevolmente rallentato il passo sotto il peso di squilibri finanziari diffusi.

Sotto vari aspetti le EME si trovano in condizioni migliori che negli anni ottanta e novanta, quando l'inasprimento monetario negli Stati Uniti e l'apprezzamento del dollaro furono causa di crisi (grafico I.3). I loro assetti macroeconomici sono più solidi e i tassi di cambio più flessibili. L'infrastruttura del sistema finanziario è più robusta e la regolamentazione prudenziale, non da ultimo l'assetto macroprudenziale, è più rigida. Ad esempio, malgrado il dato macroscopico sul

La politica monetaria USA e l'apprezzamento del dollaro in prossimità delle crisi finanziarie nelle EME

Grafico I.3



Le linee continue verticali indicano la crisi del debito in America latina (1982), la crisi messicana (1994) e la crisi finanziaria asiatica (1997).

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

debito in dollari, in rapporto al PIL l'indebitamento in valuta estera non è più così elevato. Proprio questo era l'obiettivo dei mercati obbligazionari in moneta locale, mettere fine al "peccato originale". Infine, le riserve valutarie sono oggi molto più corpose.

Ciò nondimeno, occorre cautela. Una performance apparentemente solida quanto a crescita, bassa inflazione e probità fiscale non fu sufficiente a proteggere le economie asiatiche negli anni novanta. Le esposizioni al rischio di cambio si concentrano oggi nel settore delle imprese, dove i disallineamenti valutari sono più difficili da misurare. Le riserve ufficiali, inoltre, non possono essere utilizzate illimitatamente per colmare le carenze di liquidità del settore privato o per difendere la moneta nazionale. E resta da vedere quali conseguenze avrà il passaggio dalle banche agli asset manager sulle dinamiche dei prezzi delle attività: la disparità di dimensioni fra fornitori e destinatari dei fondi non si è ridotta, anzi, e i mercati potrebbero reagire violentemente qualora le pressioni divenissero asimmetriche: la liquidità si dileguerebbe di sicuro nel caso di una corsa disordinata verso l'uscita. A questo riguardo, il "taper tantrum" del 2013 è stato un test incompleto: rifletteva i tradizionali timori macroeconomici e di bilancia dei pagamenti, ma non ha coinciso con una correzione più dolorosa degli squilibri finanziari interni.

Una cosa è certa: i giorni in cui ciò che accadeva nelle EME restava nelle EME appartengono ormai al passato. Il peso delle EME nell'economia mondiale si è ingigantito dopo la crisi asiatica, passando da circa un terzo a quasi la metà del PIL mondiale in termini di parità di potere d'acquisto. In alcuni casi, poi, le esposizioni delle EME al finanziamento esterno possono essere alquanto ingenti su scala mondiale, anche se modeste in relazione all'economia nazionale. Si pensi in particolare alla Cina. A fine 2014 la Cina risultava essere l'ottavo paese prenditore al mondo in base ai \$1.000 miliardi di attività bancarie transfrontaliere in essere verso i suoi residenti, un importo doppio rispetto ad appena due anni prima, o l'undicesimo in base agli oltre \$450 miliardi che i prenditori cinesi avevano mutuato nei mercati internazionali dei titoli di debito a fine marzo 2015.

I paesi più colpiti dalla crisi, dove la leva finanziaria si sta ancora riducendo o ha appena ricominciato a salire, sono esposti a una serie diversa di rischi. Vale la pena menzionarne tre.

Il primo attiene ai costi di medio periodo del livello estremamente e persistentemente basso dei tassi di interesse, che può infliggere seri danni al sistema finanziario (Capitoli II e VI). Esso erode i margini di interesse e i rendimenti che le banche ottengono dalla trasformazione delle scadenze, indebolendo potenzialmente i bilanci e l'offerta di credito, e rappresenta un'importante fonte asimmetrica di rischio di tasso di interesse. Mina inoltre la redditività e la solvibilità delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione. E può portare a diffuse distorsioni di prezzo nei mercati finanziari: le valutazioni nei mercati azionari e in alcuni mercati del debito societario, ad esempio, appaiono alquanto tese. Un tale livello dei tassi comporta rischi anche per l'economia reale. Nel più breve periodo, la piaga dei fondi pensione non è che la manifestazione più evidente dell'esigenza di accrescere i risparmi in vista del pensionamento, il che può indebolire la domanda aggregata. Nel più lungo periodo, un livello negativo dei tassi (in termini reali o nominali) difficilmente conduce a decisioni di investimento razionali e quindi a una crescita sostenuta. Se i tassi di interesse proseguiranno in questa discesa senza precedenti, metteranno senz'altro alla prova i confini tecnici, economici, giuridici e persino politici.

Il secondo rischio attiene al ruolo affidato da tempo al debito quale surrogato delle riforme per un aumento della produttività. La tentazione di rimandare gli aggiustamenti è sempre forte, nonostante sia stato ampiamente documentato che un elevato debito pubblico rappresenta un freno per la crescita. L'invecchiamento della popolazione complica la situazione in almeno due modi. Dal punto di vista economico, rende l'onere debitorio molto più pesante da sostenere. Dal punto di vista politico, accresce la tentazione di incrementare temporaneamente il prodotto attraverso politiche di gestione della domanda. Al riguardo non giova di certo la tirannia dei dati sul PIL, che non tengono conto degli andamenti demografici. Non si sottolinea mai abbastanza, ad esempio, che in termini di popolazione in età lavorativa la crescita del Giappone ha superato quella di molte altre economie avanzate, non da ultimo gli Stati Uniti. Nel 2000-07 il tasso di crescita cumulato del Giappone calcolato su questa base è stato del 15%, quasi doppio a quello degli Stati Uniti (8%), l'opposto di quanto dicono i dati sulla crescita nominale (10 e 18%). La differenza è ancora maggiore se si considerano anche i dati post-crisi.

Il terzo rischio attiene alla crisi greca e al suo impatto sull'area dell'euro. Per certi versi, le sfide per la Grecia, e più in generale per l'area dell'euro, sono analoghe a quelle globali, ma risultano amplificate da specificità istituzionali: una miscela tossica di debito privato e pubblico e un impegno insufficiente a perseguire politiche di aggiustamento strutturale, di cui vi è urgente bisogno. Di conseguenza, la politica monetaria, vista come un rapido espediente per guadagnare tempo, si è accollata gran parte dell'onere. Sulla base di considerazioni prettamente economiche, rispetto a quando iniziò la crisi l'area dell'euro appare oggi meglio equipaggiata per far fronte ai rischi di contagio. Ciò nonostante, permane incertezza, e ancora più difficile da valutare è il rischio di contagio a livello politico.

In questa lista non figura il rischio di un'inflazione persistentemente bassa o di vera e propria deflazione. Esso dipende sì da fattori specifici ai singoli paesi, ma l'attuale dibattito di politica economica tende a sovrastimarli (Capitolo IV). In primo luogo, a volte non si sottolinea abbastanza che i recenti cali dei prezzi riflettono in ampia misura i ribassi del petrolio e di altre materie prime. L'impatto transitorio di

questi ultimi sull'inflazione dovrebbe essere oscurato dall'effetto più duraturo di impulso alla spesa e al prodotto, in particolare nei paesi importatori di energia. In secondo luogo, si tende a trarre conclusioni generali dalla Grande Depressione, un episodio unico nel suo genere, forse collegato più al marcato calo dei prezzi delle attività e alle crisi bancarie che non alla deflazione di per sé. In generale, l'esame di un periodo storico più lungo mostra che il legame fra deflazione e crescita è debole, e che i veri danni per l'economia sono provenuti non tanto dall'interazione fra debito e prezzi di beni e servizi quanto dall'interazione fra debito e prezzi immobiliari, come conferma la più recente recessione. Al tempo stesso, la risposta delle politiche dovrebbe altresì considerare che le nostre conoscenze del processo inflativo sono ancora limitate.

Il quadro che ne risulta è quello di un'economia mondiale avviata verso una crescita più robusta, ma ancora gravata da tensioni di medio periodo. Le ferite aperte dalla crisi e dalla successiva recessione si stanno rimarginando, grazie al risanamento dei bilanci e alla parziale riduzione del grado di leva finanziaria. Di recente, poi, è intervenuta anche la forte spinta inattesa proveniente dai prezzi del petrolio. La politica monetaria ha fatto tutto il possibile per sostenere la domanda nel breve periodo. Ma il mix delle politiche è risultato troppo sbilanciato verso misure che, direttamente o indirettamente, hanno consolidato la dipendenza dal modello di crescita trainata dal debito, all'origine della crisi. Queste tensioni si manifestano in particolare nel mancato aggiustamento degli oneri debitori complessivi, nel protratto calo della crescita della produttività e, soprattutto, nel progressivo restringimento dello spazio di manovra delle politiche sia fiscali sia monetarie.

Le cause di fondo

Quali sono le cause profonde di tutto ciò? Esse vanno probabilmente ricercate in un misto di politica e idee. Il sistema politico propende naturalmente verso misure che permettono di conseguire vantaggi a breve, anche al costo di potenziali danni nel più lungo periodo. Le ragioni sono ben note, e non è necessario qui soffermarvisi. Tuttavia, poiché le idee influenzano la politica, tale propensione rende le loro conseguenze ancor più insidiose. La domanda che occorre porsi con più urgenza è quindi se i paradigmi economici dominanti siano adeguati per guidare le scelte di policy.

Idee e prospettive

A crisi già scoppiata, si è venuto a creare un ampio consenso sull'idea che le prospettive macroeconomiche dominanti non fossero riuscite a evitare la crisi per il semplice fatto che non la contemplavano nemmeno. Al costo di un'eccessiva semplificazione, esse presupponevano che la stabilità dei prezzi fosse sufficiente per assicurare la stabilità macroeconomica e che il sistema finanziario fosse in grado di stabilizzarsi da solo, o che comunque una sua *défaillance* non avrebbe potuto avere serie conseguenze.

Purtroppo non sono stati compiuti progressi sufficienti per risolvere tali carenze. I fattori finanziari continuano a occupare un ruolo marginale nel pensiero *macroeconomico*. Va riconosciuto che sono stati fatti sforzi notevoli per avvicinarli al centro: gli economisti si sono adoperati attivamente per elaborare modelli che

tengano conto di tali fattori. Questi lavori, tuttavia, non hanno ancora permeato abbastanza il dibattito di policy: la convivenza fra stabilità macroeconomica e stabilità finanziaria sotto uno stesso tetto è ancora difficile.

Se si tralasciano tutte le sfumature della prospettiva analitica dominante e ci si concentra su come essa stia plasmando il *dibattito di policy*, la logica di base risulta semplice. Esiste un eccesso o una carenza di domanda finale per la produzione nazionale (un "output gap") che determina l'inflazione interna, non da ultimo influenzando le aspettative di inflazione. Vengono pertanto impiegate politiche che agiscono sulla domanda aggregata per eliminare il gap e quindi conseguire la piena occupazione e un'inflazione stabile; la politica di bilancio influisce sulla spesa direttamente, e quella monetaria indirettamente, attraverso i tassi di interesse reali (depurati dall'inflazione). Il tasso di cambio, se lasciato fluttuare, permette alle autorità di definire liberamente la politica monetaria in funzione delle esigenze interne e, nel più lungo periodo, equilibra inoltre il conto corrente. Laddove ciascun paese adoperi le proprie leve monetarie e fiscali per colmare l'output gap *periodo per periodo*, tutto andrà per il meglio, sia internamente sia internazionalmente.

Naturalmente, in varia misura, anche i fattori finanziari fanno la loro comparsa. In alcuni casi la presenza di un debito eccessivo viene vista come elemento che amplifica la carenza di domanda. In altri l'instabilità finanziaria viene considerata come una possibilità concreta. Ma alla fin fine, a conti fatti, le conclusioni fondamentalmente non cambiano. Tutte le carenze di domanda vanno trattate allo stesso modo, ossia mediante politiche convenzionali di domanda aggregata. E l'instabilità finanziaria va affrontata separatamente, mediante politiche prudenziali, sebbene adottando un orientamento più spiccatamente sistemico (macroprudenziale). Secondo un principio di separazione netta, la politica monetaria e quella di bilancio vanno lasciate libere di affrontare le tradizionali questioni macroeconomiche, proprio come in passato. In base a questa prospettiva, ci ritroviamo fondamentalmente nel mondo pre-crisi a noi familiare. Una strana sensazione di déjà-vu.

La Relazione annuale dello scorso anno offriva una chiave analitica diversa che giungeva a conclusioni diverse sul piano delle politiche. Essa cercava di riportare i fattori finanziari al centro della macroeconomia, enfatizzava il medio termine rispetto al breve termine e la dimensione internazionale rispetto a quella nazionale. Tre aspetti di fondo, ulteriormente elaborati nella Relazione annuale di quest'anno, sono essenziali.

Primo: l'andamento dell'inflazione potrebbe non essere del tutto affidabile come indicatore del prodotto sostenibile (o potenziale). E ciò poiché gli squilibri finanziari spesso si accumulano quando l'inflazione è bassa e stabile, in calo o addirittura negativa. Tali squilibri sono ravvisabili in una forte crescita del credito e dei prezzi delle attività, specie immobiliari, e nei segnali di un'aggressiva assunzione di rischio nei mercati finanziari, come bassi spread creditizi e un calo della volatilità. Allorché questi boom finanziari sfociano in un tracollo, i danni economici rischiano di essere devastanti e durevoli. Ciò vale sicuramente per la Grande Crisi Finanziaria. Ma quest'ultima non è stata che una ripetizione di dinamiche ricorrenti nella storia: si pensi al boom finanziario negli Stati Uniti prima della Grande Depressione (e i prezzi di fatto calarono per una parte dei ruggenti anni venti); o ancora alla crisi dei primi anni novanta in Giappone e a quelle di metà anni novanta in Asia.

Se i boom finanziari presentano caratteristiche comuni, allora dovrebbe essere possibile individuare alcuni dei segnali di pericolo in anticipo. E difatti l'evidenza indica che alcuni indicatori proxy dei boom finanziari possono fornire utili

informazioni sui rischi *man mano che si esplicano gli eventi*, ossia "in tempo reale". Tali indicatori avrebbero consentito di stabilire che prima della più recente crisi negli Stati Uniti il prodotto stava crescendo al disopra del suo livello sostenibile, o potenziale, cosa che le stime tipicamente utilizzate nella definizione delle politiche, in parte distorte dai valori contenuti dell'inflazione, hanno potuto fare soltanto a posteriori, riscrivendo la storia sulla base di nuove informazioni (riquadro IV.C). Questo è il motivo per cui, nel caso degli Stati Uniti, conoscere le deviazioni dell'indice del servizio del debito e del grado di leva finanziaria dai loro valori di lungo periodo a metà degli anni duemila sarebbe stato utile per proiettare l'andamento del prodotto durante la recessione e la ripresa successive (riquadro III.A). E spiega perché per vari paesi l'andamento del credito e dei prezzi degli immobili durante il boom, o quello dell'indice del servizio del debito, o anche solo quello della crescita del credito, si siano dimostrati utili indicatori anticipatori delle tensioni bancarie e di recessioni onerose.

Perché l'inflazione non è un segnale sufficientemente affidabile della sostenibilità, contrariamente a quanto farebbe ritenere il paradigma dominante? Vi sono almeno due ragioni possibili.

La prima attiene al tipo di espansione creditizia in atto. Anziché andare a finanziare l'acquisto di beni o servizi di nuova produzione, incrementando spesa e prodotto, una crescita vigorosa del credito potrebbe semplicemente servire a pagare le attività esistenti, siano esse "reali" (come immobili o imprese) o finanziarie (come semplici titoli o forme più complesse di ingegneria finanziaria). In entrambi i casi, essa non avrebbe effetti diretti sulle pressioni inflazionistiche.

L'altra ragione ha a che vedere con ciò che spiega la (dis)inflazione. Le disinflazioni causate da forze dal lato dell'offerta tendono a sostenere il prodotto, ma creano allo stesso tempo un terreno fertile per la formazione di squilibri finanziari. Ne sono un esempio la globalizzazione dell'economia reale (come l'ingresso dei paesi ex comunisti nel sistema del commercio mondiale), le innovazioni tecnologiche, un aumento della concorrenza o un calo dei prezzi di input fondamentali della produzione mondiale quali il petrolio. La differenza fra disinflazioni dovute a fattori di offerta o di domanda potrebbe spiegare la debolezza del legame empirico storicamente riscontrabile fra deflazione e crescita.

Secondo: i tracolli che fanno seguito a boom finanziari sono molto più dannosi, e molto meno addomesticabili con le tradizionali politiche della domanda aggregata. Un corpus crescente di evidenze empiriche indica che le recessioni di questo tipo sono più profonde, e le seguenti riprese più deboli, e danno luogo a perdite permanenti di prodotto potenziale nonché, a recessione finita, a tassi di crescita verosimilmente più bassi. L'esperienza successiva alla recente crisi presenta effettivamente dinamiche di questo tipo, e ciò nonostante lo stimolo monetario senza precedenti e l'iniziale espansione della politica di bilancio.

I motivi di ciò vanno ricercati nelle forti correnti sotterranee che il boom lascia dietro di sé. Il settore finanziario ne esce malconco. Le famiglie e/o le imprese devono far fronte ad ampie eccedenze di debito e a problemi di qualità degli attivi. Inoltre, non va dimenticato che i boom finanziari interagiscono in modo perverso con la crescita della produttività. Possono occultare dietro un'illusione di benessere il suo calo di lungo periodo, dovuto a carenze strutturali (cfr. l'*84^a Relazione annuale*). Possono inoltre minare la crescita della produttività più direttamente, provocando distorsioni allocative durature, sia del capitale sia del lavoro (riquadro III.B). Stando alle stime relative a vari paesi, l'impatto può essere

considerevole, fino a quasi 1 punto percentuale l'anno durante il boom e molto maggiore una volta scoppiata la crisi.

In tali circostanze, e una volta superata la fase acuta della crisi finanziaria, le politiche della domanda aggregata sono tutt'al più inefficaci, "spingono una corda", come si suol dire. Le istituzioni finanziarie, sottocapitalizzate, restringono il credito e lo allocano in modo non ottimale. I prenditori, sovraindebitati, rimborsano i debiti. E le distorsioni allocative non possono essere risolte attraverso uno stimolo indiscriminato. In altre parole, non tutti gli output gap si assomigliano né sono colmabili allo stesso modo; dopo una crisi, inoltre, le loro dimensioni potrebbero essere minori di quanto appaiano. Pertanto, se non si affrontano di petto i problemi di fondo, si possono ottenere alcuni vantaggi di breve periodo, ma al prezzo di danni a lungo termine: il debito non viene ridotto a sufficienza, il margine di manovra delle politiche si restringe ulteriormente e si gettano i semi della prossima contrazione finanziaria. Niente di tutto ciò, tuttavia, implica un aumento dell'inflazione. Paradossalmente la propensione all'allentamento nel breve periodo potrebbe rivelarsi contrattiva a più lungo termine.

Terzo: allorché il tasso di cambio offre il punto di minore resistenza, i problemi possono acuirsi su scala mondiale. Poiché a seguito di una contrazione finanziaria la politica monetaria esercita una trazione solo limitata sulla spesa attraverso i canali interni, la reattività dell'inflazione e del prodotto al tasso di cambio risulta maggiore. Il deprezzamento di una moneta ha un effetto meccanico, più immediato, sui prezzi. E nella misura in cui dirotta la domanda da altri paesi verso l'interno, può sostenere il prodotto. Ma se, come si vedrà in seguito, i tassi di cambio non riescono a isolare sufficientemente i paesi dagli influssi esterni, allora gli apprezzamenti verranno contrastati, portando in ultima istanza a deprezzamenti competitivi e a un orientamento più espansivo della politica monetaria a livello mondiale. Laddove complessivamente le politiche risultino già troppo espansive per garantire una stabilità finanziaria e macroeconomica durevole, e ciò a causa di un mix di policy sbilanciato, il risultato sarà persino peggiore. Ancora una volta, i vantaggi di breve periodo potrebbero tradursi in seri danni a lungo termine.

L'elasticità finanziaria eccessiva

Fatte queste premesse, è possibile riunire i vari indizi di cui sopra e cercare di diagnosticare il male che affligge il funzionamento dell'economia mondiale. Secondo la prospettiva qui adottata, le politiche economiche non sono state in grado di limitare la formazione e il tracollo di boom finanziari deleteri. L'economia mondiale, in altri termini, si caratterizza per un'"elasticità finanziaria eccessiva". Si pensi a un elastico che viene teso sempre più finché non torna indietro in una dolorosa frustata. Questa caratteristica riflette tre ordini di carenze relative a: l'interazione fra i mercati finanziari e l'economia; i regimi nazionali di politica economica; l'interazione fra i regimi nazionali per il tramite del sistema monetario e finanziario internazionale. Esaminiamoli uno per volta.

Dopo quanto è successo, si è ormai capito che le forze riequilibranti del sistema finanziario sono deboli e che questa debolezza può amplificare le oscillazioni congiunturali. Esiste un meccanismo di retroazione per cui le percezioni poco ancorate del rischio e del valore, da un lato, e i tenui vincoli di finanziamento, dall'altro lato, si rafforzano vicendevolmente. Per un (lungo) periodo le valutazioni delle attività si impennano, l'assunzione di rischio cresce e la disponibilità di finanziamenti migliora finché, a un certo punto, il processo si inverte. In questo

senso si dice quindi che il sistema finanziario è “prociclico”. Ciò è stato messo in luce una volta di più, e ancora di più, dalla crisi.

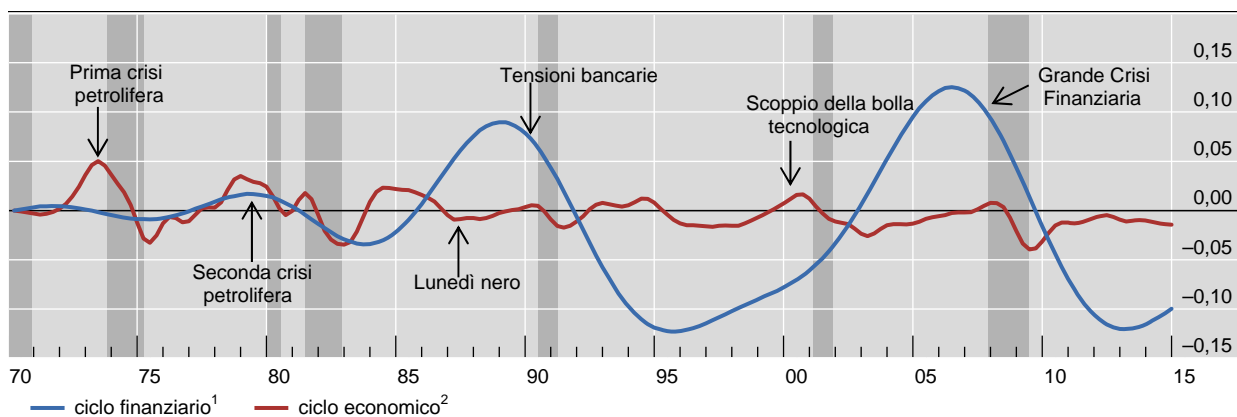
Il grado di prociclicità, o di elasticità, del sistema dipende dai regimi nazionali di politica economica, e la loro evoluzione l’ha fatto aumentare. Anzitutto, la liberalizzazione finanziaria degli anni ottanta ha allentato i vincoli di finanziamento e reso il credito più abbondante e a buon mercato. I meccanismi di salvaguardia prudenziali, tuttavia, non hanno tenuto il passo di questa evoluzione. Secondariamente, l’affermarsi di regimi di politica monetaria focalizzati sul controllo dell’inflazione a breve termine ha fatto sì che durante i boom finanziari la politica monetaria fosse inasprita soltanto in presenza di un aumento dell’inflazione, mentre durante le contrazioni è stata allentata in maniera aggressiva e persistente. Infine, la politica di bilancio non ha riconosciuto gli enormi effetti lusinghieri che i boom finanziari producono sulle finanze pubbliche, né la limitata efficacia di misure indiscriminate durante i bust. Insieme, questi sviluppi hanno creato una propensione all’allentamento che ha permesso ai boom finanziari di crescere per dimensioni, durata e dirompenza.

È importante sottolineare che l’attuale sistema monetario e finanziario internazionale ha ulteriormente aumentato l’elasticità finanziaria attraverso l’interazione fra i regimi monetari e finanziari (Capitolo V).

L’interazione fra regimi monetari ha propagato la propensione all’allentamento dalle principali economie al resto del mondo. Ciò è avvenuto in modo diretto, poiché le maggiori valute internazionali – prima fra tutte il dollaro – sono diffusamente utilizzate al di fuori della loro giurisdizione di emissione. Le politiche monetarie delle corrispondenti economie, pertanto, influenzano direttamente le condizioni finanziarie altrove. Ma ancora più importante è l’effetto indiretto che deriva dall’avversione delle autorità nei confronti di apprezzamenti indesiderati del tasso di cambio. Per contrastare tali apprezzamenti, i tassi ufficiali sono mantenuti su livelli più bassi e, ove si ricorra a interventi nei mercati dei cambi, l’investimento dei proventi in attività denominate nelle valute di riserva comprime ulteriormente i rendimenti.

L’interazione fra regimi finanziari, attraverso la libera circolazione dei capitali fra valute e paesi diversi, rafforza e trasmette questi effetti. La mobilità dei capitali offre una fonte esterna di finanziamento fondamentale durante i boom interni. E rende i tassi di cambio soggetti a iperreazioni, precisamente per gli stessi motivi per cui ciò accade nel caso dei prezzi delle attività interne: percezioni di valore scarsamente ancorate, assunzione di rischio e abbondanza di finanziamenti. Si pensi ad esempio a strategie diffuse come quelle di momentum trading o di carry trade, oppure alla retroazione e rafforzamento vicendevole fra apprezzamento del tasso di cambio, calo degli oneri debitori in valuta estera e assunzione di rischio. Più in generale, la libera circolazione dei capitali genera impennate nell’assunzione di rischio in più paesi, indipendentemente dalle loro condizioni specifiche, provocando forti comovimenti dei rendimenti a lungo termine, dei prezzi delle attività e dei flussi finanziari. Ancora una volta, quanto più vigorose e durature sono le fasi di ascesa, tanto più veementi risultano i successivi tracolli. La liquidità globale, ossia la facilità di finanziamento nei mercati internazionali, si muove a ondate irregolari ma impetuose.

L’evidenza storica concorda ampiamente con queste osservazioni. La chiave di interpretazione qui proposta aiuta a capire perché le proporzioni e la durata dei boom e dei bust finanziari (cicli finanziari) siano aumentate dagli inizi degli anni ottanta (grafico I.4), uno sviluppo favorito anche dalla progressiva globalizzazione



¹ Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali; 1° trimestre 1970=0. ² Ciclo economico misurato da un filtro basato sulla frequenza (passa banda) che cattura le oscillazioni del PIL in termini reali nell'arco di un periodo da uno a otto anni; 1° trimestre 1970=0.

Fonti: M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012; elaborazioni BRI.

dell'economia reale che, con l'abbattimento delle frontiere commerciali e l'ingresso di nuovi paesi, ha migliorato le prospettive di crescita mondiali generando al tempo stesso pressioni disinflazionistiche. Essa aiuta a capire perché, a livello mondiale, i tassi di interesse depurati dall'inflazione siano tendenzialmente calati e appaiano assai bassi indipendentemente dai parametri di riferimento, e perché le riserve valutarie siano esplose. Aiuta a capire perché dopo la crisi sia aumentato tanto il credito in dollari USA al di fuori degli Stati Uniti, in gran parte a favore delle EME. E infine aiuta a capire perché si osservino segnali della formazione di squilibri finanziari nelle EME, nonché in alcune economie avanzate meno colpite dalla crisi e altamente esposte agli influssi internazionali.

Va notato che in questa narrativa gli squilibri di conto corrente non hanno un ruolo di primo piano. I disavanzi correnti non coincidono necessariamente con la formazione di squilibri finanziari. Di fatto, anzi, alcuni degli squilibri finanziari più devastanti della storia si sono avuti in paesi in avanzo; i casi più eclatanti sono gli Stati Uniti prima della Grande Depressione e il Giappone dagli ultimi anni ottanta. Anche di recente si sono osservati o si osservano forti boom finanziari in diversi paesi in avanzo, fra cui Cina, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera. La relazione fra conto corrente e squilibri finanziari è più sfumata: una riduzione dell'avanzo o un aumento del disavanzo generalmente riflettono la formazione di squilibri di questo tipo. Ciò presenta alcune implicazioni di policy su cui ritorneremo.

Perché i tassi di interesse sono così bassi?

Tutto questo ci porta alla domanda fondamentale su cui ruota l'attuale dibattito di policy: perché i tassi di interesse di mercato sono così bassi? Si trovano al loro livello "di equilibrio" (o naturale), e quindi ottimale? Come si determinano i tassi di mercato e quelli di equilibrio? La prospettiva analitica dominante e quella proposta nella presente Relazione forniscono risposte diverse.

I fautori di entrambe queste prospettive si troverebbero perlopiù d'accordo nell'affermare che i tassi di interesse *di mercato* sono determinati dall'interazione fra le decisioni delle banche centrali e quelle degli operatori di mercato (Capitolo II). Le

banche centrali fissano il tasso ufficiale a breve termine e influenzano i tassi a lungo termine inviando segnali su come stabiliranno i tassi a breve e, sempre più, effettuando acquisti su larga scala di attività finanziarie lungo la curva delle scadenze. Gli operatori fissano i tassi sui depositi e sui prestiti e, attraverso le proprie scelte di portafoglio, contribuiscono a determinare i tassi di mercato a più lungo termine. Le loro decisioni dipenderanno da vari fattori, compresi la propensione al rischio, le opinioni riguardo alla redditività degli investimenti, i vincoli regolamentari e contabili e, naturalmente, le aspettative su ciò che faranno le banche centrali (Capitolo II). A sua volta, l'inflazione effettiva determina i tassi di interesse reali ex post e quella attesa i tassi reali ex ante.

Ma i tassi di interesse prevalenti nel mercato sono o non sono i tassi *di equilibrio*? Si consideri anzitutto il tasso a breve termine, fissato dalle banche centrali. Quando si legge che le banche centrali hanno un impatto solo transitorio sui tassi a breve termine depurati dall'inflazione, ciò che si vuole dire realmente è che, a un certo punto, a meno che le banche centrali fissino i tassi al loro livello "di equilibrio", o a un livello sufficientemente prossimo ad esso, qualcosa di "brutto" accadrà. Cosa sia esattamente quel qualcosa dipenderà dall'opinione che si ha del funzionamento dell'economia.

L'opinione prevalente, quella incorporata nelle ipotesi largamente accettate di un eccesso di risparmio ("savings glut") o di una "stagnazione secolare", ritiene che l'inflazione aumenterà o diminuirà, rischiando anche di tramutarsi in deflazione. L'inflazione manda il segnale fondamentale e il suo comportamento dipende dal grado di capacità produttiva inutilizzata. Il corrispondente tasso di equilibrio, altresì noto come tasso naturale "wickselliano", è il tasso al quale il prodotto è pari al potenziale, o che eguaglia risparmio e investimenti in condizioni di piena occupazione. Per l'esattezza, le banche centrali considerano la capacità inutilizzata anche in maniera autonoma. Ma nell'analisi finale, essendo assai difficile misurare il grado di utilizzo della capacità produttiva, tendono a rivedere le proprie stime in base all'andamento dell'inflazione. Ad esempio, se la disoccupazione scende al di sotto del livello presunto "di equilibrio" ma l'inflazione non aumenta, ne desumeranno che all'interno dell'economia vi è capacità inutilizzata.

Nella prospettiva qui proposta, invece, l'inflazione non è necessariamente un segnale affidabile per capire se i tassi si trovino al loro livello "di equilibrio". Il segnale fondamentale proverrebbe piuttosto dalla formazione di squilibri finanziari. Dopo tutto, prima della crisi l'inflazione era stabile e a posteriori le stime tradizionali del prodotto potenziale si sono dimostrate eccessivamente ottimistiche. Se si riconosce che i bassi tassi di interesse hanno contribuito al boom finanziario e al tracollo all'origine della crisi e che, come attesta l'evidenza, sia il boom sia la crisi hanno provocato danni duraturi per il prodotto, l'occupazione e la crescita della produttività, allora è difficile sostenere che i tassi di interesse fossero al loro livello di equilibrio. Ed è difficile non riconoscere che i tassi di interesse sono bassi anche oggi, in parte proprio perché sono stati troppo bassi in passato. In tal senso, un basso livello dei tassi tende a perpetuarsi. Considerati i segnali di accumulo di squilibri finanziari in varie parti del mondo, la sensazione è quella di assistere a un inquietante déjà-vu.

Il quadro non cambia se si considerano i tassi a lungo termine. Proprio come nel caso dei tassi a breve, non vi è motivo di ritenere che gli attuali tassi a lungo termine siano al livello di equilibrio. Le banche centrali e gli operatori di mercato brancolano nel buio quando cercano rispettivamente di spingere i tassi verso l'equilibrio o di trarre profitto dal loro movimento. Dopo tutto, i tassi a lungo

termine altro non sono che il prezzo di un'attività. E i prezzi delle attività spesso seguono andamenti insostenibili ed erratici, come quando si trovano all'origine di instabilità finanziaria.

Implicazioni di policy

Quali sono le implicazioni di questa analisi per le politiche? La prima è che da troppo tempo ormai la politica monetaria è stata sovraccaricata, in particolare dopo la crisi. La seconda, più generale, è la necessità di ribilanciare le politiche, privilegiando alla gestione della domanda aggregate iniziative di carattere più strutturale. Politicamente ciò presenta delle chiare difficoltà. Ma non vi è altro modo di innalzare in maniera sostenibile la crescita del prodotto e della produttività e di scrollarsi di dosso la dipendenza dal debito. La combinazione specifica di misure varierà naturalmente da paese a paese, ma in generale si tratterà di migliorare la flessibilità dei mercati dei prodotti e del lavoro, creare un terreno favorevole all'impresa e all'innovazione e favorire la partecipazione alla forza lavoro. Ciò contribuirebbe anche ad allentare le enormi pressioni che dopo la crisi sono state fatte sulla politica di bilancio e, soprattutto, sulla politica monetaria. La flessione del prezzo del petrolio offre un'occasione propizia per attuare questo tipo di riforme, e non andrebbe sprecata. L'analisi dovrebbe servire anche come campanello d'allarme per gli esportatori di materie prime, che potrebbero essere tentati di evitare aggiustamenti dolorosi nel momento in cui le loro entrate dovessero calare drasticamente.

Si pone poi l'interrogativo di come adeguare i quadri di riferimento delle politiche a livello sia nazionale sia internazionale al fine di considerare più sistematicamente i fattori finanziari e, non da ultimo, di cosa fare nelle circostanze attuali.

Adeguamento dei quadri di riferimento delle politiche

Come rilevato nella Relazione annuale dello scorso anno, per limitare l'eccessiva elasticità finanziaria delle singole economie occorrono adeguamenti di ampio respiro nell'impostazione delle politiche di bilancio, prudenziali e monetarie. La strategia di base consisterebbe nel contrastare più risolutamente i boom finanziari e affrontare più efficacemente i bust finanziari. Rispetto alle politiche attuali, quelle che verrebbero così definite sarebbero meno asimmetriche nell'arco dei cicli finanziari, meno procicliche e meno propense all'allentamento su cicli finanziari successivi. Si considerino le varie politiche singolarmente.

Per quanto riguarda la politica di bilancio, la priorità è assicurare che essa venga impiegata in maniera anticiclica, preservando un margine di manovra sufficiente durante i bust. Ciò significa, anzitutto e soprattutto, assicurare la sostenibilità di lungo periodo, una sfida immane in molte giurisdizioni (Capitolo III). Significa inoltre adoperare grande cautela per non sovrastimare la solidità di fondo delle posizioni di bilancio durante i boom finanziari, quando il prodotto sostenibile e la crescita appaiono rosei, le entrate fiscali risultano gonfiate e le passività che saranno necessarie a gestire il bust restano nascoste. Durante il bust, il margine di manovra dovrebbe essere idealmente utilizzato per accelerare il processo di risanamento dei bilanci sia delle banche, ma solo nel caso in cui le salvaguardie del settore privato si siano dimostrate insufficienti, sia dei debitori non bancari. La

gamma di opzioni comprende ricapitalizzazioni, nazionalizzazioni temporanee e, per i debitori non bancari, persino forme di cancellazione del debito. Questi interventi, risolvendo il problema alla radice, rappresenterebbero un impiego più efficiente del denaro pubblico rispetto a spese o sgravi fiscali indiscriminati. Più in generale, vi sono valide ragioni per eliminare il trattamento fiscale preferenziale di cui spesso gode il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, la priorità consiste nel rafforzare l'orientamento sistemico o "macroprudenziale" per poter affrontare di petto la prociclicità. Basilea 3, con il buffer patrimoniale anticiclico, rappresenta un passo in questa direzione, così come la messa in atto di veri e propri assetti macroprudenziali nelle giurisdizioni nazionali. Tali assetti si basano su una gamma di strumenti intesi a rafforzare la resilienza del sistema finanziario e, idealmente, a contenere i boom finanziari (Capitolo IV). Fra questi figurano ad esempio: massimali sui rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value) o sui rapporti fra debito e reddito; adeguamenti proattivi dei coefficienti patrimoniali obbligatori e degli accantonamenti; restrizioni alla provvista bancaria meno stabile, diversa dai depositi (non-core funding); e prove di stress macroprudenziali (a livello di intero sistema bancario).

Al tempo stesso, permangono due grosse lacune (Capitolo VI). La prima riguarda il modo migliore di gestire i rischi che comporta la rapida crescita degli intermediari finanziari non bancari. Vero è che le compagnie di assicurazione sono da sempre soggette a regolamentazione, sebbene non tanto in un'ottica sistemica, e che da qualche tempo ormai si sta lavorando sulle "banche ombra", soggetti ad alto grado di leva che operano nella trasformazione delle scadenze. Ma solo di recente si è rivolta l'attenzione al settore dell'asset management. Nella fattispecie, si teme non tanto per la possibilità di singoli fallimenti, quanto per l'impatto che il comportamento collettivo di queste società esercita sulla stabilità sistemica attraverso i prezzi delle attività, la liquidità di mercato e le condizioni di finanziamento. Anche qualora non operino con una leva finanziaria elevata, queste società possono adottare comportamenti analoghi a quelli degli investitori ad alto grado di leva. La seconda lacuna riguarda il modo migliore di gestire il rischio sovrano, anche dal punto di vista delle banche. Varie disposizioni regolamentari e prassi prudenziali favoriscono le esposizioni al debito di soggetti sovrani. Ma questi ultimi possono essere rischiosi e storicamente sono stati spesso all'origine di fallimenti bancari. Inoltre, il trattamento preferenziale loro accordato va sovente a scapito delle piccole e medie imprese, soffocando così attività produttive e occupazione. L'approccio corretto dovrà essere sistemico e di largo respiro, e tenere conto delle varie tipologie di esposizione. Il Comitato di Basilea ha di recente raccolto la sfida. Il lavoro in quest'ambito dovrà essere portato avanti senza ritardi e senza indugi.

Per quanto riguarda la politica monetaria, la priorità è assicurare che le considerazioni di stabilità finanziaria siano incorporate in modo maggiormente simmetrico durante i boom e i bust (Capitolo IV). I quadri di riferimento dovrebbero offrire la flessibilità necessaria per inasprire la politica monetaria durante i boom finanziari anche qualora l'inflazione a breve termine sia bassa e stabile, e per allentarla in modo meno aggressivo e persistente durante i bust.

Varie obiezioni sono state sollevate a questo proposito, ma nessuna appare insormontabile. Di fatto, altrettante obiezioni erano state sollevate contro l'adozione di regimi di inflation targeting, all'epoca considerata da molti come un salto nel buio.

Una prima obiezione è che non esisterebbero indicatori affidabili della formazione di squilibri finanziari. Ma in quest'ambito sono stati fatti notevoli progressi, e gli assetti macroprudenziali fanno già attivamente ricorso a valutazioni di questo tipo. Inoltre, come rilevato in precedenza, le grandezze di riferimento standard già utilizzate in politica monetaria, come il grado di capacità inutilizzata, il prodotto potenziale e i tassi di interesse reali di equilibrio, non sono osservabili e la loro misurazione è soggetta a notevole incertezza. Persino la misurazione delle aspettative di inflazione è colma di difficoltà.

Una seconda obiezione è che la politica monetaria avrebbe un impatto ridotto sui boom finanziari, e quindi sull'espansione del credito, sui prezzi delle attività e sull'assunzione di rischio. Ma proprio questi sono canali fondamentali attraverso i quali lo stimolo monetario influisce sulla domanda aggregata. E proprio questa è stata la strategia *esplicitamente* seguita dalle banche centrali dopo la crisi per ravvivare l'economia. L'evidenza empirica indica semmai che le banche centrali sono riuscite molto bene a influenzare i mercati finanziari e l'assunzione di rischi finanziari, meno bene a incoraggiare l'assunzione di rischi nell'economia reale e quindi a sostenere il prodotto.

La questione più profonda è come riconciliare una strategia di questo tipo con gli obiettivi di inflazione. Tale strategia presuppone che si tollerino maggiormente scostamenti anche persistenti dell'inflazione dall'obiettivo, specialmente nel caso di disinflazione dovuta a forze positive dal lato dell'offerta. Le banche centrali sarebbero disposte a farlo? E i loro quadri di riferimento lo consentirebbero? La risposta sarà diversa per ogni banca centrale.

Alcuni degli attuali assetti di politica monetaria probabilmente lasciano già alle banche centrali una flessibilità sufficiente. Ad esempio, prevedono esplicitamente la possibilità di consentire che l'inflazione torni all'obiettivo di lungo periodo solo lentamente, a seconda dei fattori che ne hanno causato lo scostamento. Una scelta di questo tipo, naturalmente, dovrà essere attentamente spiegata e comunicata, cosa che potrebbe risultare alquanto difficile. Due fattori contribuiscono verosimilmente a spiegare perché le banche centrali non abbiano sfruttato appieno questa flessibilità. Il primo attiene alla loro percezione dei trade-off. Ad esempio, esse potrebbero considerare la deflazione come una specie di linea invalicabile, pena l'innescare di una spirale destabilizzante. L'altro fattore attiene alla possibilità di utilizzare in alternativa gli strumenti macroprudenziali.

Comunque sia, in vari casi gli assetti di politica monetaria e i mandati che ne sono alla base potrebbero apparire troppo restrittivi e richiedere pertanto un adeguamento. Gli interventi potrebbero spingersi se necessario fino a una revisione dei mandati, ad esempio per assegnare maggior peso alle considerazioni di stabilità finanziaria. Ma imboccare questa strada richiede grande cautela. Il processo di revisione e i suoi risultati finali potrebbero essere imprevedibili e aprire la porta a pressioni politiche indesiderate.

In generale, occorrerebbe in via prioritaria sfruttare appieno il margine di manovra esistente, nonché promuovere le prospettive analitiche che mettono in evidenza i costi che comporta l'omissione delle considerazioni di stabilità finanziaria dall'impostazione della politica monetaria. È fondamentale conquistare il sostegno dell'opinione pubblica. La rivisitazione dei mandati potrà essere rimandata a un momento ulteriore, come ultima istanza.

E il sistema monetario e finanziario internazionale? Mettere in ordine casa propria, conformemente con i principi sopradescritti, rappresenterebbe già un

grande passo avanti: ridurrebbe notevolmente gli effetti negativi di propagazione al resto del villaggio globale. Ma occorre fare di più (Capitolo V).

Questa necessità è da tempo riconosciuta per quanto riguarda la dimensione "finanziaria" del sistema, ed è stata alla base della cooperazione sempre più stretta per l'elaborazione e l'attuazione di standard prudenziali condivisi, nonché per la vigilanza quotidiana sulle banche. Il cammino non è stato semplice, e inevitabilmente perde slancio con l'affievolirsi del ricordo della crisi. Ma esso prosegue, in particolare con le varie iniziative avviate sotto l'egida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del Financial Stability Board (cfr. infra). La realizzazione di progressi richiederà un impegno tenace; il rischio che le priorità e i pregiudizi nazionali prendano il sopravvento è sempre dietro l'angolo.

Per contro, la stessa necessità è riconosciuta molto meno per la dimensione "monetaria" del sistema, se non altro dalla fine del sistema di Bretton Woods. A questo riguardo è utile distinguere fra la gestione delle crisi e la loro prevenzione. La cooperazione nella gestione delle crisi, principalmente attraverso linee di swap valutari, è da tempo una realtà; nella prevenzione delle crisi, ovvero nell'impostazione ordinaria delle politiche monetarie, la cooperazione è stata invece molto più blanda.

Per quanto concerne la gestione delle crisi, le banche centrali hanno fatto tesoro dell'esperienza maturata durante la Grande Crisi Finanziaria. Fra le banche centrali delle principali aree valutarie esistono o possono essere rapidamente istituite all'occorrenza linee di swap in valuta estera. Questi meccanismi potrebbero essere ulteriormente rafforzati, sebbene si pongano questioni di gestione dei rischi e di governance.

Tuttavia, gli accordi internazionali per l'offerta di liquidità di emergenza non possono e non devono sostituirsi alle iniziative di cooperazione volte a prevenire le crisi finanziarie. Non possono farlo poiché i costi economici e sociali di una crisi sono semplicemente troppo ingenti e imprevedibili. E non devono farlo per evitare l'azzardo morale e la tendenza a sovraccaricare le banche centrali.

Due fattori hanno seriamente ostacolato la cooperazione in ambito monetario al di fuori delle crisi. Il primo attiene alla diagnosi, e quindi alle percezioni riguardo alla necessità di agire. Come già spiegato, l'opinione prevalente è che tassi di cambio flessibili, uniti a regimi nazionali focalizzati sull'inflazione, possano produrre gli esiti auspicati a livello mondiale. Pertanto, il dibattito su come promuovere il coordinamento internazionale si è imperniato attorno alla questione degli squilibri di conto corrente, che si prestano meno a essere gestiti con misure di politica monetaria. Di fatto, i termini "squilibrio" e "squilibrio di conto corrente" sono stati addirittura utilizzati come sinonimi. Il secondo fattore attiene ai mandati e quindi agli incentivi ad agire. Il carattere nazionale dei mandati complica le cose: gli interventi, infatti, devono essere chiaramente percepiti come intesi a promuovere gli interessi del proprio paese. In altre parole, non si percepiscono né la necessità né gli incentivi ad agire.

Eppure nessuno di questi due fattori dovrebbe essere un ostacolo. La prospettiva dell'elasticità finanziaria eccessiva sottolinea la necessità di cooperazione internazionale: gli effetti di propagazione e retroazione fra paesi sono semplicemente troppo deleteri. Essa sposta inoltre l'accento sugli squilibri finanziari, il punto cieco degli assetti attuali, e mostra come talvolta sia stato controproducente focalizzarsi esclusivamente sugli squilibri di conto corrente: così facendo, ad esempio, si sono intensificate le pressioni sui paesi eccedentari a

incrementare la domanda interna anche quando si stavano formando squilibri finanziari, come nel caso del Giappone negli anni ottanta o in Cina dopo la crisi. Per quanto riguarda gli incentivi, il carattere nazionale dei mandati non ha impedito una stretta cooperazione in ambito prudenziale.

Fino a che punto potrebbe spingersi realisticamente la cooperazione internazionale? Come minimo, dovrebbe essere possibile agire in modo illuminato nel proprio interesse, sulla base di uno scambio esauriente di informazioni. Ciò significherebbe tenere conto in maniera più sistematica degli effetti di propagazione e retroazione al momento di definire le politiche. Una responsabilità particolare spetterebbe alle giurisdizioni di emissione delle monete internazionali. La cooperazione potrebbe estendersi occasionalmente anche a decisioni comuni sia sui tassi di interesse sia sugli interventi nei mercati dei cambi, in aggiunta a quelle prese in situazioni di crisi. Purtroppo la definizione di nuove regole del gioco internazionali che contribuiscano a instillare una maggiore disciplina nelle politiche nazionali presupporrebbe un senso di urgenza maggiore.

Cosa fare ora?

Lo spazio di manovra delle politiche macroeconomiche si sta restringendo di anno in anno. In alcune giurisdizioni la politica monetaria sta già mettendo alla prova i propri limiti, tanto da estendere le frontiere dell'impensabile. In altre i tassi ufficiali stanno ancora scendendo. La politica di bilancio, dopo l'espansione post-crisi, è stata ridimensionata di fronte all'acutizzarsi dei timori per la sostenibilità. Nelle EME, con il rallentamento della crescita, le posizioni di bilancio si stanno deteriorando. Cosa occorre quindi fare ora, oltre a intensificare gli sforzi di riforma per promuovere la crescita della produttività?

Per la politica di bilancio la priorità assoluta è garantire che il debito sovrano sia avviato su un sentiero sostenibile, anche se la situazione che si osserva è spesso un'altra (Capitolo III). Si tratta di una condizione essenziale per conseguire una stabilità monetaria, finanziaria e macroeconomica duratura. Ed è ciò che definisce lo spazio di manovra nel breve periodo. Laddove siano in dubbio le prospettive di crescita a più lungo termine, sarebbe assai imprudente spingere per un'ulteriore espansione fiscale, un errore commesso già a sufficienza in passato. Per i paesi che dispongono di un margine di manovra fiscale e necessitano di usarlo, si tratta di capire come farlo nel modo più efficace. Ciò significa, anzitutto e soprattutto, agevolare il risanamento dei bilanci del settore privato, sostenere le riforme per la crescita della produttività a lungo termine e porre una maggiore, ma corretta, enfasi sugli investimenti piuttosto che sui trasferimenti correnti. In materia di spesa pubblica, la qualità è più importante della quantità.

Per la politica monetaria la necessità è quella di comprendere appieno i rischi per la stabilità finanziaria, e quindi per la stabilità macroeconomica, collegati alle politiche attuali. Vero è che sussiste grande incertezza circa il funzionamento dell'economia. Ma proprio per questo motivo sembra imprudente accollare alle politiche prudenziali l'intero onere di gestire i rischi per la stabilità finanziaria. Come sempre, la calibrazione esatta varierà da paese a paese, ma come regola generale un approccio più bilanciato dovrebbe assegnare una rilevanza maggiore rispetto a quanto fatto finora ai rischi di una normalizzazione troppo tardiva o troppo graduale della politica monetaria. Laddove sia invece necessaria un'espansione, lo stesso ragionamento vale con riferimento ai rischi di un allentamento troppo aggressivo e persistente.

Viste le circostanze in cui ci troviamo, il percorso di normalizzazione è destinato a essere accidentato. L'assunzione di rischio nei mercati finanziari è proseguita ormai troppo a lungo. E l'illusione che i mercati resteranno liquidi anche in situazioni di stress è fin troppo diffusa (Capitolo II). Ma se si prorogheranno ancora le attuali condizioni straordinarie, la probabilità di turbolenze non farà che aumentare. Quanto più si tenderà l'elastico, tanto più violentemente esso colpirà tornando indietro. Il ripristino di condizioni più normali è fondamentale anche nell'ottica di far fronte alla prossima recessione, che prima o poi si presenterà. A che serve un'arma se è priva di munizioni? Pertanto, con debito riguardo alle condizioni specifiche di ciascun paese, la normalizzazione della politica monetaria andrà perseguita con mano ferma e costante.

Tutto ciò rende naturalmente ancora più importante rafforzare le salvaguardie prudenziali (Capitolo VI). Gli strumenti macroprudenziali andranno applicati con vigore, ma senza creare aspettative irrealistiche riguardo a ciò che da soli possono fare. Ove opportuno, andrà perseguito energicamente il risanamento dei bilanci attraverso il riconoscimento delle perdite e operazioni di ricapitalizzazione. E le iniziative in corso in ambito regolamentare andranno messe in atto tempestivamente e integralmente. In particolare, la ricalibrazione dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) delle banche è di cruciale importanza per offrire un presidio affidabile da affiancare ai coefficienti patrimoniali obbligatori ponderati per il rischio. Analogamente, sarà essenziale fissare uno standard rigoroso per il rischio di tasso di interesse nel portafoglio bancario, specialmente ora che i tassi di interesse nominali sono così eccezionalmente bassi da così tanto tempo.

Conclusioni

L'economia mondiale sta nuovamente crescendo a ritmi non lontani dalla media storica. La flessione dei corsi petroliferi dovrebbe conferirle ulteriore slancio nel breve periodo, nonostante stia temporaneamente accentuando le pressioni al ribasso sui prezzi. Non tutto, però, va per il meglio. Gli oneri debitori e i rischi finanziari sono ancora troppo elevati, la crescita della produttività troppo bassa e il margine di manovra delle politiche macroeconomiche troppo limitato. L'espansione economica mondiale è sbilanciata. I tassi di interesse straordinariamente bassi da tempi eccezionalmente lunghi sono il segno tangibile di questo malessere.

Non c'è nulla di ineluttabile in tutto ciò. I problemi che ci troviamo davanti sono il prodotto dell'uomo e dall'uomo possono essere risolti. In questo capitolo è stata offerta una delle tante possibili diagnosi: crediamo che la piaga attuale rifletta, in misura considerevole, l'incapacità degli assetti di policy di venire a termini con l'"elasticità finanziaria eccessiva" dell'economia mondiale, ossia la propensione di quest'ultima a generare boom e bust finanziari estremamente perniciosi. Essi lasciano dietro di sé ferite profonde e durature nel tessuto economico che, se non curate adeguatamente, impediscono il ritorno dell'economia a un'espansione sana e sostenibile, un'espansione che non prepari il terreno per un nuovo deleterio ciclo. Nel lungo periodo, il rischio è che si radichi l'instabilità e la debolezza diventi cronica.

Si può dissentire da questa diagnosi. Ma è più difficile dissentire dal principio generale di usare prudenza allorché la diagnosi è incerta. Usare prudenza significa seguire un trattamento che contempli la possibilità di errore. Da questo punto di vista, l'impostazione attuale delle politiche macroeconomiche appare troppo

sbilanciata. In fin dei conti, essa si basa ancora sulla convinzione che l'inflazione basti come metro affidabile della sostenibilità, o che comunque i rischi per la stabilità finanziaria possano essere adeguatamente fronteggiati con le sole politiche prudenziali. Si tratta di un punto di vista familiare: fatti gli opportuni distinguo, richiama da vicino il modo di fare pre-crisi.

Un approccio più bilanciato presenterebbe varie caratteristiche. Cercherebbe di gestire i boom e i bust finanziari attraverso un insieme di politiche – monetaria, fiscale e prudenziale – anziché attraverso la sola politica prudenziale. Modificherebbe il mix delle politiche a favore di misure strutturali e a scapito delle politiche di gestione della domanda, in particolare la politica monetaria. E non presumerebbe che basti tenere la propria casa in ordine per far sì che sia in ordine anche il villaggio globale.

Spostare l'enfasi dal breve al più lungo periodo è oggi quanto mai importante. Negli ultimi decenni la lenta formazione di boom e bust finanziari sembra aver prolungato il tempo economico rispetto al tempo scandito dal calendario: gli andamenti economici che contano *davvero* si sviluppano oggi su periodi molto più estesi. Parallelamente, gli orizzonti decisionali dei responsabili delle politiche e degli operatori di mercato si sono accorciati. I mercati finanziari hanno compresso i tempi di reazione e le autorità hanno rincorso sempre più da vicino i mercati, in quella che è divenuta una relazione sempre più stretta e autoreferenziale. È questa combinazione di tempi economici più lunghi e orizzonti decisionali più brevi che in definitiva contribuisce a spiegare le circostanze in cui ci troviamo, e come l'impensabile possa diventare ordinario prima ancora che ce ne rendiamo conto. Non dovremmo permettere che ciò accada.