

## I. Verso una crescita resiliente

Che differenza in un anno nell'economia mondiale! Sul piano dei fatti e, soprattutto, del clima di fiducia. I fatti delineano un quadro più roseo. Ci sono chiari segnali che la crescita ha preso slancio. Il sottoutilizzo della capacità produttiva nelle principali economie si è ridotto ulteriormente a tal punto che, in alcune di queste, i tassi di disoccupazione sono tornati a livelli coerenti con la piena occupazione. I dati sull'inflazione si sono ravvicinati agli obiettivi delle banche centrali e i rischi di deflazione non figurano più nelle proiezioni economiche. Ma ancora più marcato è stato il cambiamento nel clima di mercato: il pessimismo ha lasciato il posto alla fiducia. Lo scorso anno sottolineavamo che le condizioni non erano così negative come normalmente venivano raffigurate. Ora, sono pressoché scomparsi i timori di una stagnazione secolare e non si fa che parlare di risveglio degli *animal spirits* e di reflazione, sull'onda dell'esuberanza dei mercati finanziari. E con il risultato delle elezioni presidenziali statunitensi a fare da spartiacque, sono diventati gli eventi politici, e non più le prese di posizione delle banche centrali, la determinante principale dell'andamento dei mercati finanziari.

Eppure, nonostante il miglioramento delle prospettive a breve termine, i paradossi e le tensioni non mancano. La volatilità dei mercati finanziari ha avuto una caduta verticale, a dispetto dell'impennata degli indicatori di incertezza di politiche economiche. All'esuberanza dei mercati finanziari non ha fatto riscontro un incremento commisurato dei rendimenti obbligazionari. E la globalizzazione, un potente motore di crescita a livello mondiale, ha rallentato e vede profilarsi la minaccia del protezionismo.

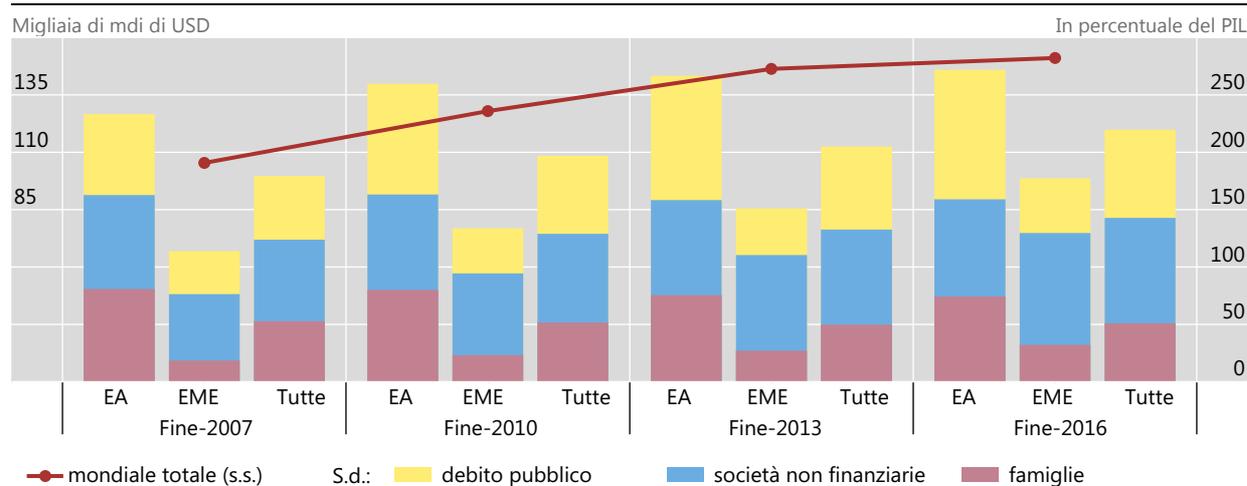
In questo contesto, il tema principale della Relazione annuale di quest'anno è la sostenibilità dell'espansione in corso. Quali sono i rischi nel medio termine? Che cosa dovrebbero fare i responsabili delle politiche per affrontarli? Siamo in grado di sfruttare le opportunità che offre un'economia più forte?

La Relazione annuale prenderà in esame quattro rischi (tralasciando quelli geopolitici) che potrebbero compromettere la sostenibilità della ripresa. Per cominciare, un aumento significativo dell'inflazione potrebbe soffocare l'espansione costringendo le banche centrali a inasprire la politica monetaria più del previsto. Questo scenario, tipico del dopoguerra, si è imposto all'attenzione lo scorso anno, pur in assenza di qualsiasi evidenza di un risveglio dell'inflazione. Il secondo rischio, meno considerato, è la possibilità che insorgano tensioni finanziarie gravi con la maturazione dei cicli finanziari, se la loro fase di contrazione dovesse tramutarsi molto più seriamente in un crollo. È quello che è successo in modo eclatante con la Grande Crisi Finanziaria (GCF). In terzo luogo, anche in assenza di tensioni finanziarie gravi, i consumi potrebbero indebolirsi sotto il peso del debito, senza che gli investimenti riescano a prendere il loro posto come motore principale della crescita. L'evidenza dimostra che la crescita trainata dai consumi è meno duratura, anche perché non riesce a generare incrementi sufficienti del capitale produttivo. Infine, c'è il pericolo che un'ascesa del protezionismo metta in discussione il sistema di apertura economica globale. La storia dimostra che le tensioni commerciali possono togliere linfa all'economia mondiale.

Può sembrare che non esista un collegamento fra questi rischi, ma non è così. Per esempio, un inasprimento della politica monetaria teso a contenere una ripresa dell'inflazione potrebbe innescare, o amplificare, una marcata contrazione finanziaria

## Il debito mondiale continua ad aumentare

Grafico I.1



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

(*bust*) nei paesi più vulnerabili, in particolare se tassi ufficiali più alti coincidessero con una brusca inversione di rotta dei rendimenti obbligazionari e con un apprezzamento del dollaro statunitense: la forte espansione del debito denominato in dollari seguita alla crisi ha accresciuto le vulnerabilità, specialmente in alcune economie di mercato emergenti (EME). Un problema generale è di fatto rappresentato dalla sensibilità dell'economia mondiale agli aumenti dei tassi di interesse, considerato il persistente accumulo di debito in rapporto al PIL, che complica il processo di normalizzazione delle politiche (grafico I.1). Per fare un altro esempio, un ripiegamento sul protezionismo commerciale potrebbe scatenare tensioni finanziarie e accrescere le probabilità di un aumento dell'inflazione. E la ricomparsa, ancora una volta, di tensioni finanziarie sistemiche o semplicemente di una crescita molto più lenta, potrebbe innalzare la minaccia protezionistica oltre i livelli di guardia.

Alcuni di questi rischi affondano le loro radici in andamenti che si sono evoluti nell'arco di decenni, ma tutti sono stati profondamente influenzati dalla GCF e dall'imperfetto bilanciamento delle politiche adottate in risposta ad essa. Da qui nasce la "triade del rischio" evidenziata nella Relazione annuale dello scorso anno: una crescita della produttività insolitamente bassa, livelli di indebitamento insolitamente alti e margini di manovra delle politiche insolitamente limitati<sup>1</sup>.

Considerando i rischi all'orizzonte, la scelta strategica più promettente è quella di sfruttare i venti favorevoli per rafforzare le capacità di tenuta dell'economia, sia a livello nazionale sia a livello mondiale. A livello nazionale, questo significa riequilibrare le politiche a favore delle riforme strutturali, alleviando l'onere eccessivo che ha gravato sulla politica monetaria e portando a compimento quadri di riferimento olistici per le politiche in grado di tener conto in modo più sistematico del ciclo finanziario, un fenomeno di medio termine che è stato fonte importante di vulnerabilità. Incrementare il potenziale di crescita dell'economia è cruciale. A livello mondiale, significa rafforzare l'approccio multilaterale alle politiche, il solo in grado di far fronte alle sfide comuni che si profilano sullo scenario globale.

Nel resto di questo capitolo introduttivo, passeremo brevemente in rassegna l'anno trascorso prima di analizzare i rischi a medio termine per la sostenibilità dell'espansione. Concluderemo esplorando le opzioni percorribili.

## L'anno in retrospettiva

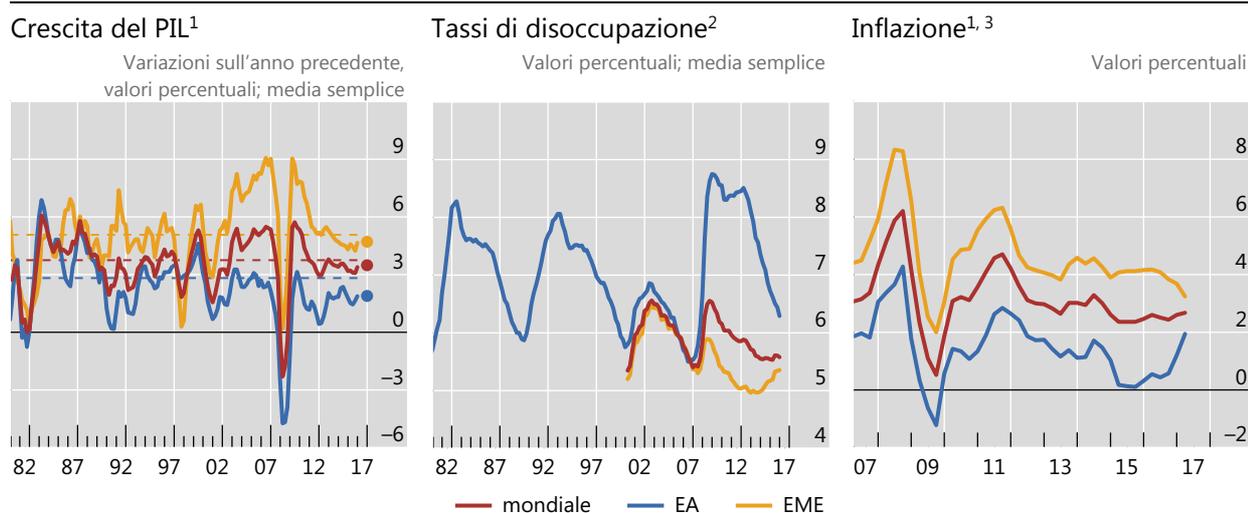
La crescita mondiale si è notevolmente rafforzata dalla pubblicazione della Relazione annuale dello scorso anno, superando le aspettative (Capitolo III e grafico I.2, diagramma di sinistra). Al momento, secondo le proiezioni, la crescita toccherà il 3,5% nel 2017 (previsione di consenso). Sarebbe un tasso in linea con la media storica di lungo periodo, anche se inferiore a quello, prossimo al 4%, sperimentato durante il "decennio d'oro" che ha preceduto la crisi. Il recupero è stato particolarmente marcato nelle economie avanzate, dove, nei primi mesi del 2017, gli indicatori della fiducia hanno raggiunto valori che non si vedevano da anni. L'andamento della crescita è stato più disomogeneo nelle EME, ma anche lì si è avuto un miglioramento, sospinto dall'aumento dei prezzi delle materie prime. In particolare, non si è verificato il brusco rallentamento paventato in Cina, grazie alle autorità intervenute nuovamente a sostegno dell'economia, seppure al costo di un'ulteriore espansione del debito.

La maturazione della ripresa economica ha assorbito una quota ulteriore della capacità inutilizzata, in particolare nei mercati del lavoro (Capitolo III e grafico I.2, diagramma centrale). I tassi di disoccupazione nelle principali economie avanzate hanno continuato a scendere. In alcune economie che erano state al centro della GCF, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, la percentuale dei senza lavoro è tornata ai livelli precedenti la crisi; in altre, come il Giappone, è nettamente al di sotto. La disoccupazione, pur restando comparativamente alta, è calata ulteriormente anche nell'area dell'euro, toccando livelli che non si registravano da otto anni.

L'inflazione, nel complesso, si è ravvicinata agli obiettivi delle banche centrali (Capitolo IV e grafico I.2, diagramma di destra). L'inflazione generale, sospinta in misura considerevole dall'aumento dei prezzi del petrolio, è salita leggermente in diverse economie avanzate; quella di fondo è rimasta più debole. L'inflazione si è

### L'economia mondiale si rafforza e i tassi di inflazione convergono

Grafico I.2



Nel diagramma di sinistra i punti indicano le previsioni Consensus Economics per il 2017; le linee tratteggiate indicano le medie 1982-2007.

<sup>1</sup> Medie ponderate in base a PIL e tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> Medie ponderate in base ai livelli della forza lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. <sup>3</sup> Prezzi al consumo.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook* e *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

ridotta invece in alcune EME dove aveva superato l'obiettivo, anche e non in maniera trascurabile per effetto dei movimenti del tasso di cambio. Le previsioni di consenso per il 2017 indicano un moderato aumento a livello mondiale.

Il mutamento di clima nei mercati finanziari è stato veramente notevole (Capitolo II). Sulla scia delle elezioni negli Stati Uniti, dopo un calo di breve durata, i mercati si sono impennati sull'onda di un rinnovato ottimismo, che ha preso il posto dei timori per un futuro di crescita lenta. Confortato successivamente dalla pubblicazione di dati più positivi, il *reflation trade* è proseguito nei mesi seguenti. I mercati azionari sono balzati in alto e la volatilità è precipitata a livelli molto bassi segnalando un'elevata propensione al rischio. L'incremento dei rendimenti obbligazionari che era cominciato a luglio ha avuto un'accelerazione. Nel complesso, tuttavia, i rendimenti obbligazionari hanno continuato a gravitare ancora all'interno di intervalli bassi rispetto ai valori storici e a maggio 2017, esauritasi la spinta del *reflation trade*, i guadagni erano stati in gran parte riassorbiti. Il dollaro statunitense ha seguito un andamento ancora più altalenante, crescendo con decisione fino all'inizio del 2017 per poi recedere dal suo apprezzamento.

Altrettanto notevole è stato il cambiamento nelle forze trainanti dei mercati (Capitolo II). La politica, segnatamente il voto del Regno Unito per lasciare l'Unione Europea (Brexit) e soprattutto le elezioni negli Stati Uniti, ha preso il posto che occupavano le banche centrali. Analogamente, le fasi di ottimismo/pessimismo – che, spesso e volentieri, dalla crisi in poi, erano innescate da dichiarazioni e azioni delle banche centrali – hanno ceduto il passo a uno schema più differenziato, sincronizzato con dichiarazioni ed eventi politici. Da qui derivano, in particolare, gli andamenti maggiormente eterogenei dei prezzi finanziari per classi di attività, settori e regioni, riscontrati sulla scia delle elezioni negli Stati Uniti e alla luce delle nuove prospettive di politiche di bilancio espansive, riduzioni delle tasse, deregolamentazione e protezionismo. Parallelamente a questo mutamento, si è venuto a creare uno scarto senza precedenti fra gli indicatori di incertezza delle politiche economiche, balzati verso l'alto, e le misure della volatilità sui mercati finanziari, precipitate verso il basso.

Detto questo, le banche centrali hanno continuato a esercitare una forte influenza sui mercati. Per effetto soprattutto delle prospettive di politica monetaria e degli acquisti di attività da parte delle banche centrali, si è aperto un divario insolitamente ampio fra la curva dei rendimenti in dollari USA da un lato e quelle in euro e in yen dall'altro. Ciò ha contribuito a ingenti flussi di portafoglio a valute incrociate, spesso con copertura valutaria, aiutando a spiegare un'anomalia di mercato sconcertante: la violazione della parità coperta dei tassi di interesse (Capitolo II). Il corrispondente premio sul finanziamento in dollari attraverso il mercato dei cambi rispetto al costo sul mercato monetario, inoltre, ha segnalato un uso più limitato della capacità di bilancio da parte delle banche. Queste ultime sono state più restie, rispetto a prima della crisi, a impegnarsi in attività di arbitraggio che impegnassero in modo pesante il loro bilancio (Capitolo V).

Le condizioni e le prospettive a breve termine del settore finanziario sono migliorate, ma sono rimaste difficili (Capitolo V). Le prospettive di un innalzamento dei tassi di interesse e di un rafforzamento dell'economia sono uno dei fattori che hanno consentito ai titoli bancari di sopravanzare il resto del mercato. Nei paesi colpiti dalla crisi i profitti sono cresciuti leggermente, facilitando gli sforzi delle banche per ricostituire la loro dotazione patrimoniale. Inoltre, nei paesi che stanno sperimentando una forte espansione del ciclo finanziario, la redditività è stata generalmente più alta. Ciononostante, lo scetticismo di mercato è perdurato, come evidenziato dai livelli relativamente bassi del rapporto tra capitalizzazione di borsa e

patrimonio netto (*price-to-book*) o del merito di credito per molte banche. Sono state colpite in particolare le banche dell'area dell'euro, che hanno dovuto fare i conti con un eccesso di capacità produttiva e livelli elevati di crediti deteriorati in alcuni paesi membri. La redditività del settore assicurativo nelle principali economie avanzate è rimasta più o meno invariata, penalizzata, ancor più di quella del settore bancario, dal persistere di una situazione di tassi di interesse bassi.

## La sostenibilità

Questa breve rassegna dell'anno trascorso indica che l'andamento dell'economia mondiale è notevolmente migliorato e che le prospettive a breve termine sono rosee come non accadeva da parecchio tempo. Inoltre, lo scenario centrale delineato dalle previsioni del settore privato e di quello pubblico evidenzia un ulteriore, graduale miglioramento: i venti contrari si attenuano, l'economia mondiale prende velocità, la politica monetaria si normalizza in modo graduale e l'espansione si consolida e diventa sostenibile. Gli umori dei mercati finanziari sono più o meno in linea con questo scenario.

Come sempre, però, questi esiti non possono essere dati per scontati. Dallo scoppio della GCF in poi le aspettative dei mercati e delle autorità sono più volte andate deluse. Senza contare, poi, che le previsioni macroeconomiche oltre il breve termine generalmente hanno un valore limitato: per loro stessa costruzione partono dal presupposto di un ritorno verso le tendenze di lungo periodo, ed è questa è una delle ragioni per cui non sono in grado di prevedere le recessioni. L'attuale fase espansiva, inoltre, sebbene complessivamente il suo ritmo sia stato moderato, è già ora una delle più lunghe registrate.

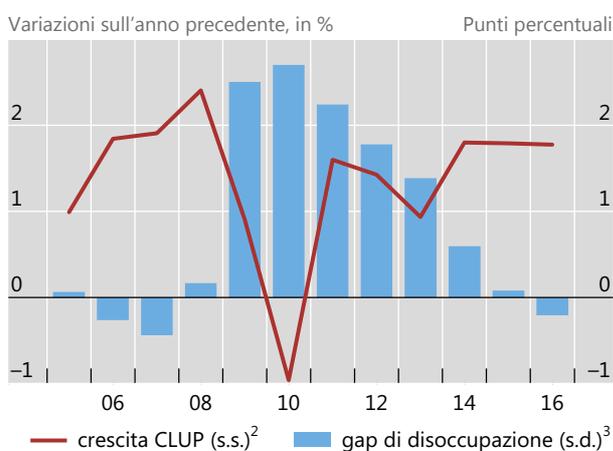
In questo contesto, vale la pena esaminare i rischi a medio termine più importanti per questo scenario. Prenderemo, dunque, in esame qui di seguito, nell'ordine, una ripresa dell'inflazione, i rischi legati al ciclo finanziario, la eventualità che gli investimenti non riescano a trainare la crescita in caso di un rallentamento dei consumi, e la minaccia protezionistica che potrebbe, attraverso le ripercussioni sull'interscambio, riportare indietro le lancette della globalizzazione.

## Inflazione

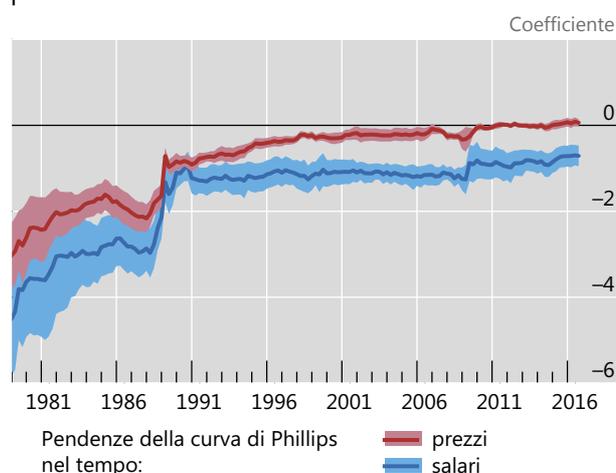
Nel dopoguerra, l'elemento scatenante delle recessioni è stato di regola un aumento dell'inflazione che costringeva le banche centrali ad adottare politiche monetarie fortemente restrittive. Quest'ultima recessione ha rappresentato un'eccezione: a fronte di un limitato inasprimento della politica monetaria, il ruolo fondamentale è stato svolto dal crollo sotto il proprio stesso peso di un boom finanziario. C'è qualche possibilità che lo schema prevalente nel dopoguerra torni a interpretare un ruolo centrale (Capitolo IV)?

A prima vista esistono elementi per ritenere che l'inflazione potrebbe aumentare in modo significativo (grafico I.3, diagramma di sinistra). Ha già cominciato a risalire, ma soprattutto la capacità inutilizzata si sta assottigliando, come suggerito dalle stime sul rapporto fra il prodotto e il suo potenziale (*output gap*) nonché, ancor più, dagli indicatori del mercato del lavoro. E tutto ciò sta accadendo simultaneamente in più paesi, cosa da non sottovalutare data l'evidenza empirica che indica che anche le stime della capacità inutilizzata a livello mondiale sono utili a prevedere l'inflazione

Cala la disoccupazione, aumentano le pressioni salariali<sup>1</sup>



I salari rimangono sensibili alla disoccupazione, i prezzi no<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Per Canada, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; previsioni dopo il 2015. <sup>2</sup> CLUP = costo del lavoro per unità di prodotto. Media ponderata costruita utilizzando pesi mobili di PIL e PPA. <sup>3</sup> Tasso di disoccupazione meno il tasso di disoccupazione non accelerante l'inflazione (tasso di disoccupazione di equilibrio); media ponderata in base ai livelli della forza lavoro. <sup>4</sup> Stime in una finestra mobile di 15 anni e intervalli di confidenza rilevati in un gruppo di economie del G7. Cfr. il Capitolo IV per dettagli.

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

oltre a quelle a livello nazionale. Questi segnali suggeriscono che sarebbe imprudente adagiarsi troppo sul fatto che il recente aumento dell'inflazione abbia rispecchiato essenzialmente un incremento del prezzo del petrolio: potrebbero preannunciare una spinta inflazionistica più accentuata in futuro.

Al contempo, va detto che una fiammata inflazionistica sostanziale e duratura non appare probabile (Capitolo IV). Il legame tra sottoutilizzo della capacità produttiva e inflazione dei prezzi da diverso tempo ormai appare alquanto labile (grafico I.3, diagramma di destra). Il corrispondente legame tra sottoutilizzo della manodopera e inflazione dei salari appare più affidabile. Ciononostante, alcuni dati segnalano che è meno forte di un tempo, coerentemente con la minore capacità della manodopera di ottenere salari più alti (*pricing power*), espressa dagli indicatori del mercato del lavoro (stesso diagramma). A sua volta, il legame tra incrementi nel costo del lavoro per unità di prodotto e inflazione dei prezzi si è dimostrato sorprendentemente debole.

Le ragioni di fondo di questi andamenti non sono ben chiare. Una possibilità è che siano dovuti alla maggiore credibilità delle banche centrali nel contrastare l'inflazione. Un'altra è che siano frutto principalmente di pressioni disinflazionistiche di più lungo periodo, associate alla globalizzazione e all'ingresso di produttori a basso costo nel sistema commerciale mondiale, in particolare la Cina e gli ex paesi comunisti. In combinazione con le pressioni connesse al progresso tecnologico, questi andamenti verosimilmente hanno indebolito sia il potere contrattuale dei lavoratori sia il potere di imporre i prezzi delle imprese, rendendo meno probabili le spirali salari-prezzi del passato.

Questi argomenti spingono a pensare che un risveglio dell'inflazione, anche se non può essere escluso, probabilmente non rappresenta la principale minaccia per la ripresa, almeno nel breve termine. A giudicare dai prezzi delle attività finanziarie, gli operatori del mercato finanziario sembrano condividere questa opinione.

## Rischi legati al ciclo finanziario

Alla luce di quanto detto in precedenza, il ruolo potenziale dei rischi legati al ciclo finanziario diventa un tema preminente. La causa principale della prossima recessione sarà forse più simile a quella dell'ultima: un tracollo del ciclo finanziario. Le recessioni dei primi anni novanta in una serie di economie avanzate, pur senza avvicinarsi alla profondità e all'ampiezza di quella più recente, cominciavano a esibire caratteristiche simili: erano state precedute da aumenti sproporzionati del credito e dei prezzi degli immobili, che erano poi crollati nel momento in cui le autorità monetarie avevano cominciato ad adottare politiche restrittive, determinando tensioni finanziarie e bancarie. Per le EME, inoltre, le crisi finanziarie collegate ai tracolli del ciclo finanziario hanno avuto un ruolo di primo piano, spesso innescate o amplificate dalla perdita di finanziamenti esterni; un esempio in questo senso è la crisi asiatica di una ventina di anni fa.

Gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie costruiti sulla scorta di quanto detto in precedenza prefigurano effettivamente rischi potenziali (Capitolo III). Tali rischi non sono manifesti nei paesi al centro della GCF, dove i boom finanziari interni erano crollati su se stessi, come gli Stati Uniti, il Regno Unito o la Spagna. In questi paesi si è avuta una certa riduzione della leva finanziaria e la fase di espansione del ciclo finanziario è ancora relativamente giovane. La maggiore ragione di inquietudine per il breve termine nelle economie colpite dalla crisi è il fatto che in alcuni paesi, soprattutto nell'area dell'euro e in particolare in quelli dove le posizioni di bilancio del settore pubblico appaiono a loro volta fragili, le banche non sono riuscite a risanare fino in fondo i loro bilanci (Capitolo V). Le incertezze politiche aggravano queste inquietudini.

I classici segnali di rischi legati al ciclo finanziario sono invece evidenti in diversi paesi che erano stati colpiti solo marginalmente dalla GCF, e dove successivamente l'espansione finanziaria aveva preso velocità. Questo gruppo comprende molte EME, inclusa la più grande di tutte, e una serie di economie avanzate, in particolare alcuni paesi esportatori di materie prime sospinti dal lungo boom di questi beni seguito alla crisi. In tutte queste economie, naturalmente, i tassi di interesse finora sono stati molto bassi o addirittura negativi, mentre l'inflazione è rimasta su livelli contenuti o ha addirittura ceduto il passo alla deflazione, nonostante il buon andamento dell'economia. I cicli finanziari, all'interno di questo gruppo, si trovano in fasi differenti: in alcuni casi, come in Cina, i boom continuano e si avvicinano alla fase di maturazione; in altri, come in Brasile, la svolta verso il basso è già avvenuta ed è intervenuta una recessione, sebbene non sia sfociata in una crisi finanziaria.

Le EME hanno un problema in più a cui far fronte: l'alto debito, in termini relativi, in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi (Capitoli III, V e VI). Il debito in dollari in passato ha giocato spesso e volentieri un ruolo decisivo nelle crisi finanziarie delle EME, o come fattore di innesco, per esempio quando i flussi lordi di capitali denominati in dollari invertivano rotta, o come fattore amplificatore. La concomitanza di un deprezzamento della valuta nazionale e di un incremento dei tassi di interesse in dollari può risultare fatale in presenza di importanti disallineamenti valutari (*currency mismatches*). Dal 2009 alla fine del 2016 il credito in dollari verso soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti – uno dei più importanti indicatori BRI delle condizioni di liquidità globali – è balzato in alto di circa il 50%, arrivando intorno ai \$10 500 miliardi; solo per quelli delle EME è più che raddoppiato, fino a \$3 600 miliardi.

Rispetto al passato, diversi fattori attenuano il rischio legato all'indebitamento in valuta estera. I paesi hanno adottato regimi di cambio più flessibili che, pur non essendo una panacea, dovrebbero ridurre la probabilità di crac valutari e limitare ex ante la propensione al rischio di cambio. Inoltre, si sono costruiti degli scudi valutari che dovrebbero ammortizzare il colpo in caso di tensioni, e il debito in valuta estera in rapporto al PIL complessivamente non è ancora arrivato ai livelli raggiunti prima di altre crisi finanziarie. In effetti, diversi paesi sono riusciti ad assorbire forti correzioni del tasso di cambio negli ultimi anni. Nonostante tutto questo, le vulnerabilità non vanno prese alla leggera, quantomeno nei paesi in cui grandi quantità di debito in valuta estera coincidono con forti boom finanziari interni. È uno dei motivi per cui una stretta della politica monetaria statunitense e un apprezzamento del dollaro possono segnalare un disimpegno del mercato finanziario mondiale e una maggiore avversione al rischio, con il dollaro che agisce come una sorta di "spia della paura"<sup>2</sup>.

Più in generale, se da un lato gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie trasmettono la sensazione generale di un accumulo di rischio, dall'altro va considerato che presentano diversi limiti. In particolare, ci dicono ben poco riguardo al momento preciso in cui le tensioni si materializzeranno, la loro intensità o la loro esatta dinamica. D'altronde, i responsabili delle politiche dopo la crisi hanno preso misure importanti per rafforzare il quadro regolamentare e prudenziale, che potrebbero alterare le relazioni statistiche riscontrate nei dati. Per esempio, molte EME hanno fatto ricorso a un ampio ventaglio di misure macroprudenziali per tenere sotto controllo il ciclo finanziario: anche se questi provvedimenti non sono riusciti a evitare l'accumulo di forti boom finanziari, possono migliorare la capacità di tenuta del sistema finanziario all'inversione che ne consegue. Come indica l'esperienza del Brasile, tutto ciò non previene necessariamente una recessione, ma può contenere il rischio di una crisi finanziaria. Questi limiti suggeriscono che gli indicatori vanno trattati con cautela.

## Consumi e investimenti

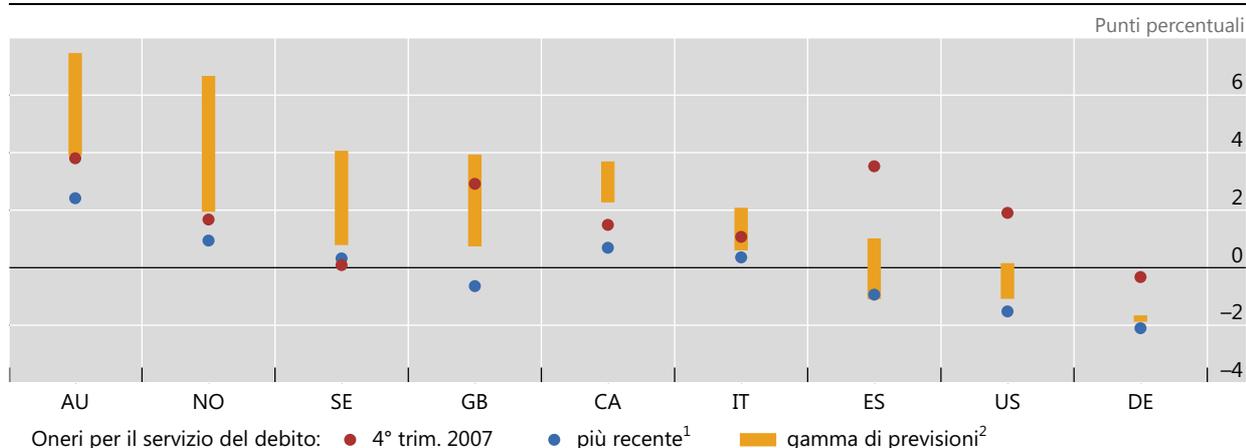
Anche in assenza di gravi tensioni finanziarie, l'espansione potrebbe finire a causa della debolezza della domanda interna aggregata (Capitolo III). In molti paesi, la recente espansione è stata trainata dai consumi, che sono cresciuti a ritmi superiori a quelli del PIL, mentre gli investimenti fino a poco tempo fa sono rimasti su livelli relativamente modesti. Esiste la possibilità di un rallentamento dei consumi? E quali sono le prospettive per un rafforzamento sostenuto degli investimenti? Naturalmente, l'espansione sarebbe più sostenibile se gli investimenti diventassero il motore principale della crescita, perché in questo modo si rafforzerebbe la produttività e si contribuirebbe a tenere sotto controllo le pressioni inflazionistiche nel medio termine. L'evidenza empirica, che indica che una crescita trainata dai consumi è meno sostenibile, è coerente con questa visione.

I consumi potrebbero indebolirsi come conseguenza di miglioramenti più contenuti dell'occupazione una volta raggiunti i limiti di capacità sul mercato del lavoro, ma le cause principali di vulnerabilità sono ascrivibili al perdurante accumulo di debito, a volte sulla scorta di prezzi delle attività alti rispetto ai parametri storici. Cali dei prezzi delle attività potrebbero mettere sotto pressione i bilanci, specialmente se coincidessero con un aumento dei tassi di interesse. Le ricerche della BRI hanno messo in evidenza il ruolo importante, ma sottovalutato, degli oneri per il servizio del debito come fattore che determina la spesa (Capitolo III).

## Sensibilità ai tassi di interesse degli oneri per il servizio del debito per il settore delle famiglie

Deviazioni dalle medie di lungo periodo per i singoli paesi

Grafico I.4



<sup>1</sup> 4° trimestre 2016; per Australia, Italia, Norvegia e Stati Uniti, 3° trimestre 2016. <sup>2</sup> Proiezioni a 3 anni degli oneri per il servizio del debito per il settore delle famiglie secondo vari scenari di tasso di interesse. Basate sui VAR dei singoli paesi, che includono il rapporto credito/reddito delle famiglie, i tassi di interesse sul debito delle famiglie, i prezzi reali degli immobili residenziali, il PIL reale e il tasso del mercato monetario a 3 mesi. Cfr. il Capitolo III per maggiori dettagli.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Un'analisi della sensibilità dei consumi ai tassi di interesse indotta dagli oneri per il servizio del debito segnala l'esistenza di vulnerabilità (Capitolo III e grafico I.4). Tali vulnerabilità sono evidenti in quelle economie che hanno sperimentato un boom del credito alle famiglie dopo la crisi, spesso accompagnato da forti incrementi dei prezzi degli immobili: fra queste figurano un numero di EA e alcune EME. Incrementi dei tassi di interesse superiori a quelle che sono le quotazioni correnti dei mercati potrebbero indebolire notevolmente i consumi. Per contro, in alcuni paesi colpiti dalla crisi, come gli Stati Uniti, il margine di sicurezza è notevolmente più ampio in seguito alla riduzione della leva finanziaria già avvenuta.

Dopo la crisi, gli investimenti sono stati piuttosto fiacchi in rapporto al PIL, quantomeno nelle economie avanzate (Capitolo III). Questo calo è stato frutto, in parte, di una correzione negli investimenti residenziali dopo il boom precedente alla crisi, ma anche di un declino della componente non residenziale. Nelle EME, gli investimenti in generale hanno dimostrato una maggiore tenuta, grazie in particolare al forte incremento registrato in Cina e alla spinta, a esso collegata, dei prezzi delle materie prime. La debolezza degli investimenti dopo la crisi, abbinata a un'allocazione distorta delle risorse, ha sicuramente contribuito all'ulteriore rallentamento nella crescita della produttività. Esiste la possibilità che la recente e gradita ripresa degli investimenti non si rafforzi a sufficienza?

I tassi di interesse sono importanti per gli investimenti, ma i profitti, l'incertezza e i flussi di cassa giocano un ruolo più rilevante. In quest'ottica, i valori molto alti degli indicatori di incertezza sulle politiche possono rappresentare un motivo di preoccupazione, ma finora non hanno indebolito la recente risalita. Nelle EME una ragione di preoccupazione è il drastico incremento del debito delle imprese in numerose economie, in alcuni casi in valuta estera. L'evidenza empirica infatti indica un collegamento tra l'apprezzamento del dollaro USA e la debolezza degli investimenti in molte EME (Capitolo III). Spicca il caso della Cina, alla luce della combinazione di tassi di investimento senza precedenti finanziati con il debito e di

segnali dell'esistenza di eccesso di capacità e di imprese non redditizie. Un drastico rallentamento in questo paese potrebbe provocare ripercussioni molto più ampie nelle EME, anche attraverso una caduta dei prezzi delle materie prime.

## Deglobalizzazione

Dallo scoppio della GCF, le argomentazioni a favore del protezionismo non hanno smesso di guadagnare terreno e ciò è avvenuto nel quadro di una reazione sociale e politica più generale contro la globalizzazione. Riportare indietro le lancette della globalizzazione infliggerebbe un grave colpo alle prospettive di un'espansione forte e sostenuta. Gli investimenti sarebbero la prima vittima, considerando il loro stretto legame con l'interscambio commerciale, ma il terremoto che colpirebbe gli assetti istituzionali e i regimi di politica economica avrebbe un impatto più ampio e duraturo. Vale la pena esplorare questi temi più nel dettaglio, ed è per questo che vi dedichiamo un intero capitolo in questa Relazione annuale (Capitolo VI).

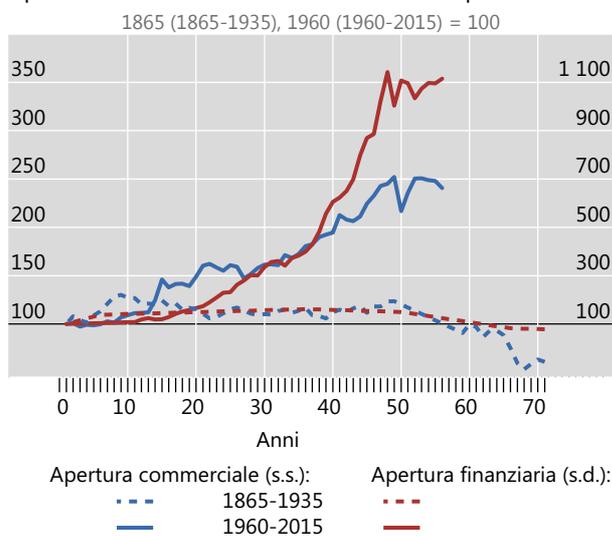
Com'è ben noto, il graduale processo di integrazione a cui ha assistito l'economia mondiale dalla seconda guerra mondiale in poi, e che ha fatto un enorme balzo in avanti dopo la fine della guerra fredda, non è inedito (grafico I.5, diagramma di sinistra). Una prima ondata di globalizzazione ebbe luogo a partire dalla seconda metà del XIX secolo, si consolidò durante il periodo del sistema aureo (*gold standard*) e subì un colpo pesantissimo con la prima guerra mondiale, prima di affondare definitivamente un decennio dopo sulla scia della Grande Depressione.

Fra le due ondate ci sono somiglianze, ma anche differenze importanti. In entrambi i casi si è assistito a un forte aumento dell'integrazione reale e finanziaria dell'economia, trainato da decisioni politiche e supportato dall'innovazione tecnologica. Sul piano economico, tuttavia, l'ondata di globalizzazione più recente ha avuto una maggiore ampiezza e profondità, anche se ha fatto meno affidamento sui flussi migratori. Di qui la crescita senza precedenti delle catene del valore mondiali (CVM) e degli impieghi finanziari transfrontalieri.

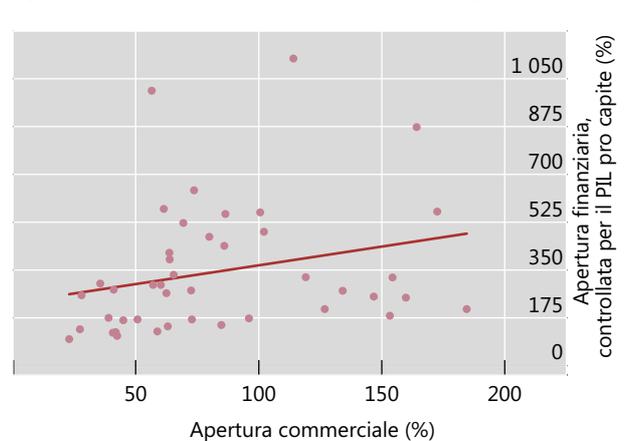
### Apertura finanziaria e commerciale

Grafico I.5

Apertura finanziaria e commerciale nel tempo



Apertura finanziaria e commerciale nei vari paesi, 2015



Fonti: cfr. il Capitolo VI per maggiori dettagli.

Anche se c'è una tendenza naturale a trattare la globalizzazione reale e quella finanziaria separatamente, sono due fenomeni interconnessi. Le esportazioni e le importazioni fanno forte affidamento sul finanziamento internazionale. La struttura proprietaria transnazionale delle imprese attraverso gli investimenti diretti esteri (IDE) potenzia i commerci, diffonde le competenze organizzative e tecnologiche e dà vita a operatori globali. Le banche e altri fornitori di servizi tendono a seguire i loro clienti in tutto il mondo. I servizi finanziari stessi rappresentano una fetta crescente dell'attività economica e degli scambi commerciali. Infine, i confini nazionali sono stati resi ancora meno rilevanti dall'uso largamente preponderante di una manciata di valute internazionali, soprattutto il dollaro statunitense, come mezzo di regolamento e unità di conto per scambi commerciali e contratti finanziari.

Uno sguardo ai dati conferma l'esistenza di una stretta relazione tra globalizzazione reale e globalizzazione finanziaria. Nei vari paesi, lo schema dei legami finanziari riflette abbastanza bene quello degli scambi commerciali (Capitolo VI e grafico I.5, diagramma di destra). Nel corso della storia ci sono stati periodi, come l'epoca di Bretton Woods, in cui i responsabili delle politiche ricercavano una maggiore integrazione dei commerci, ma al tempo stesso limitavano deliberatamente l'integrazione finanziaria, per conservare una maggiore autonomia nella determinazione delle politiche. Con il passare del tempo, tuttavia, quei regimi si sono dimostrati insostenibili e l'integrazione finanziaria è cresciuta rapidamente.

Detto questo, il versante finanziario ha anche sviluppato una vita propria. Se guardiamo all'incidenza tra paesi, ciò riflette, in particolare, i benefici dell'agglomerazione, che determinano una concentrazione dell'attività finanziaria nei centri finanziari, e l'arbitraggio fiscale, che incoraggia le imprese a stabilire la loro sede in determinati paesi. Dall'inizio degli anni novanta in poi, i legami finanziari sono cresciuti a un ritmo nettamente superiore a quello degli scambi commerciali, contrariamente a ciò che successe, secondo quanto suggeriscono i dati di cui disponiamo, ai tempi della prima ondata di globalizzazione.

Alcuni riscontri indicano che la globalizzazione ha rallentato dopo la crisi, ma non è in ritirata. Gli scambi commerciali in rapporto al PIL mondiale e le CVM si sono stabilizzati. E mentre l'integrazione finanziaria in generale sembra aver frenato, i prestiti bancari sono arretrati. Tuttavia, uno sguardo più attento alle statistiche BRI indica che questa contrazione riflette in gran parte un arretramento delle banche dell'area dell'euro ed è di natura regionale. Le banche asiatiche e di altre parti del mondo hanno raccolto il testimone e l'integrazione non ha fatto marcia indietro. Inoltre, l'emissione di titoli è cresciuta più rapidamente dei prestiti bancari, in linea con l'ascesa di investitori istituzionali e gestori patrimoniali.

Dal punto di vista delle politiche, le ragioni del rallentamento sono importanti. Non sarebbe un problema grave se fosse semplicemente frutto di fattori ciclici e decisioni economiche liberamente prese. Il calo dei legami commerciali e finanziari sembra avere in buona parte queste caratteristiche. Sarebbe più preoccupante invece se fosse frutto di una preferenza nazionale. Sia nei commerci che nella finanza, ci sono segnali anche in questo senso: da qui l'incremento delle restrizioni commerciali e delle misure di separazione (*ring-fencing*) nel settore finanziario. Sicuramente alcune di queste decisioni sono giustificate, ma potrebbero preannunciare una reazione ostile più ampia e distruttiva.

Dati statistici ufficiali, osservazioni empiriche e la semplice logica indicano che la globalizzazione è una delle principali forze che hanno sostenuto la crescita economica mondiale e il miglioramento dei tenori di vita. Essa ha contribuito a sottrarre alla povertà ampie fette della popolazione mondiale, e a ridurre la

disuguaglianza tra paesi. Immaginare che le EME avrebbero potuto crescere così tanto senza essere integrate nell'economia mondiale è semplicemente impossibile. Concettualmente, l'integrazione allarga la conoscenza, incoraggia la specializzazione e consente di dislocare la produzione dove i costi sono più bassi. Gli economisti la definirebbero una serie di forti shock positivi dal lato dell'offerta, che a loro volta favoriscono la domanda.

Al tempo stesso, è ben noto anche che la globalizzazione pone dei problemi. Il primo è che i benefici a volte non sono equamente distribuiti, specie se le economie non sono pronte o in grado di adattarsi. Gli scambi commerciali spostano lavoratori e capitali verso i settori maggiormente esposti alla concorrenza internazionale. Inoltre, possono incrementare la disuguaglianza di reddito in alcuni paesi. Aprire gli scambi commerciali con paesi che dispongono di manodopera abbondante e a buon mercato mette sotto pressione i salari in quei paesi dove è più scarsa e costosa, e può erodere il potere contrattuale della manodopera, far pendere la bilancia della distribuzione del reddito dalla parte del capitale e allargare il divario tra lavoratori qualificati e non qualificati. Il secondo problema è che liberalizzare i movimenti dei capitali senza salvaguardie sufficienti può esporre il paese a maggiori rischi finanziari.

L'evidenza empirica conferma, ma al tempo stesso circoscrive, l'impatto sui mercati del lavoro e sulla distribuzione del reddito (Capitolo VI). I lavori a bassa qualifica sono migrati verso produttori a basso costo rispecchiando le perdite in grossi segmenti dell'industria nelle economie meno competitive. E se da un lato gli studi hanno riscontrato un impatto sulla disuguaglianza di reddito, dall'altro sono giunti alla conclusione che in generale la tecnologia ha influito molto di più in tal senso: i meccanismi sono simili e inevitabilmente interagiscono fra loro, ma il fatto che la tecnologia si estenda all'intera economia rende la sua influenza più pervasiva.

È anche largamente riconosciuto, ormai, che una maggiore apertura finanziaria può convogliare instabilità finanziaria. Esattamente come per la liberalizzazione finanziaria interna, se non vengono predisposte misure di salvaguardia sufficienti l'apertura può accrescere l'ampiezza dei boom e bust finanziari, la cosiddetta "prociclicità" del sistema finanziario. Nell'85<sup>a</sup> *Relazione annuale* abbiamo dedicato un intero capitolo a questo argomento, esplorando i punti deboli del sistema monetario e finanziario internazionale<sup>3</sup>. Il libero flusso di capitale finanziario tra nazioni e valute può incoraggiare reazioni eccessive dei tassi di cambio, esasperare l'accumulo di rischi e ingigantire le tensioni finanziarie: in altre parole, può incrementare l'"eccesso di elasticità" del sistema. Il ruolo dominante del dollaro statunitense come valuta internazionale accresce il problema, perché amplifica la divergenza tra gli interessi del paese di emissione e il resto del mondo<sup>4</sup>. Da questo ha origine la sproporzionata influenza della politica monetaria statunitense sulle condizioni monetarie e finanziarie a livello mondiale.

Questi effetti collaterali della globalizzazione non implicano che si debba fare marcia indietro, ma segnalano la necessità di governare e gestire la globalizzazione in maniera adeguata (cfr. infra). Tornare indietro avrebbe conseguenze negative nel breve e nel lungo termine. Nel breve termine, un maggiore protezionismo indebolirebbe la domanda globale e metterebbe a rischio la durata e la solidità dell'espansione, danneggiando gli scambi e facendo insorgere lo spettro di un blocco immediato sia degli investimenti sia degli IDE. Più a lungo termine, metterebbe a repentaglio i guadagni di produttività indotti dalla maggiore apertura e rischierebbe di risvegliare l'inflazione. Economie più chiuse, dove magari sono in vigore misure di repressione finanziaria, potrebbero cedere alla tentazione di ridurre il valore del

debito attraverso l'inflazione e le spirali salari-prezzi tornerebbero probabili, sollevando il rischio di un ritorno alla stagflazione di una volta.

## Le politiche

Alla luce dei rischi che si profilano, qual è l'approccio migliore che i responsabili delle politiche possono adottare per trasformare l'attuale fase espansiva in una crescita mondiale sostenibile e robusta? Nell'anno trascorso è emerso un ampio consenso riguardo alla necessità di riequilibrare la combinazione delle politiche, alleggerendo l'onere che grava sulla politica monetaria e facendo maggiore affidamento su misure di bilancio e riforme strutturali. Tuttavia, ci sono opinioni divergenti riguardo alle priorità. Per orientarci fra queste diverse opinioni, dobbiamo fare un passo indietro e considerare alcune questioni più generali che sono alla base degli attuali quadri di riferimento per l'analisi.

Gran parte del dibattito corrente sulle politiche ruota intorno a due asserzioni: la prima è che i responsabili delle politiche sono in grado di regolare puntualmente l'economia muovendo leve che influenzano in modo incisivo e prevedibile la domanda aggregata, il prodotto e l'inflazione; la seconda è che esiste una distinzione netta tra il breve periodo, dove prevale il ruolo della domanda aggregata, e il lungo periodo, dove prevale il ruolo dell'offerta aggregata.

È evidente che c'è un po' di verità in entrambe le affermazioni, ma la realtà è molto più ricca di sfumature. Come la storia ci ha più volte dimostrato, succede spesso e volentieri che la capacità dei responsabili delle politiche di indirizzare l'economia venga sopravvalutata. Inoltre, l'interazione fra domanda e offerta aggregata è tale che il breve e il lungo termine si confondono tra loro.

L'esperienza del post-crisi rappresenta un'istruttiva dimostrazione di queste sfumature. Nonostante l'adozione di misure senza precedenti, sospingere la crescita e l'inflazione si è dimostrato molto più difficile del previsto. E la recessione, essa stessa lascito del precedente insostenibile boom finanziario, sembra aver lasciato cicatrici profonde: le perdite di prodotto sono state enormi e la crescita della produttività ne è uscita indebolita in modo persistente.

Questa esperienza mette in evidenza la necessità di valutare le politiche in un contesto di lungo periodo. Le decisioni prese in un determinato momento, indipendentemente dal fatto che incidano sulla domanda o sull'offerta, hanno conseguenze durature. E influenzando lo stock di debito cumulato o i margini di manovra delle politiche: per esempio, contribuiscono a plasmare il contesto economico che i responsabili delle politiche assumono come un dato di fatto, un fattore "esogeno", nel momento in cui il futuro diventa presente<sup>5</sup>. Se questi effetti non vengono adeguatamente presi in considerazione, le opzioni nel tempo possono ridursi in misura significativa, come sembra che sia successo nel corso dell'ultimo decennio.

Questa ottica lascia ritenere che un approccio più promettente risiederebbe, non nel cercare di regolare puntualmente l'economia, ma nel trarre vantaggio dagli attuali venti favorevoli per renderla più resiliente, sia a livello nazionale sia a livello mondiale. Il concetto di resilienza aiuta a evitare di cadere nella trappola di sopravvalutare la capacità dei responsabili delle politiche nell'indirizzare l'economia e incoraggia una visione di più lungo periodo, essenziale per collocare le politiche nel loro contesto intertemporale appropriato.

Resilienza, in senso lato, non significa semplicemente capacità di fronteggiare sviluppi impreveduti o "shock". Significa anche ridurre in partenza le probabilità che gli shock si materializzino, limitando l'incertezza sulle politiche e l'accumulo di vulnerabilità, come quelle che nascono dagli squilibri finanziari<sup>6</sup>. E significa accrescere l'adattabilità dell'economia alle tendenze di lungo periodo, come quelle legate all'invecchiamento della popolazione, al rallentamento della produttività, alla tecnologia o alla globalizzazione. Passiamo ora a discutere di come il rafforzamento della resilienza possa aiutare ad affrontare le sfide correnti a livello nazionale e mondiale.

## Costruire resilienza: la sfida a livello nazionale

Costruire la resilienza a livello nazionale è una sfida dalle molteplici sfaccettature. Prenderemo in esame, in successione, le politiche monetarie, le politiche di bilancio e le politiche strutturali, insieme al ruolo che rivestono nella gestione del ciclo finanziario.

C'è ormai un consenso ampio sul fatto che la politica monetaria sia stata gravata per troppo tempo di un onere eccessivo. È diventata, per usare un'espressione in voga in inglese, *the only game in town*, una scelta obbligata. Conseguentemente, i bilanci delle banche centrali sono cresciuti a dismisura, i tassi di interesse ufficiali sono a livelli bassissimi da lungo tempo e le banche centrali hanno esteso la loro influenza diretta anche sulle scadenze più lunghe della curva dei rendimenti dei titoli di Stato, e anche su altre classi di attività, come i titoli di debito del settore privato e perfino le azioni.

Costruire resilienza suggerirebbe di attribuire particolare importanza all'allargamento dei margini di manovra, per essere meglio preparati ad affrontare la prossima recessione. Questo, a sua volta, suggerirebbe di sfruttare i venti favorevoli dell'economia per portare avanti con mano ferma la normalizzazione, quando le circostanze interne lo permettono. "Quando le circostanze interne lo permettono" è una condizione essenziale, perché l'ampiezza della normalizzazione dipende da fattori specifici dei singoli paesi, che coinvolgono sia il quadro di riferimento economico sia quello monetario. La portata differisce notevolmente fra un paese e l'altro: ciononostante, la *strategia* generale potrebbe essere comune.

La normalizzazione presenta una serie di sfide complesse (Capitolo IV). Molte di esse originano dal punto di partenza del viaggio: le condizioni monetarie senza precedenti che si sono imposte nel periodo successivo alla crisi. Con i mercati che si sono abituati alla stampella delle banche centrali, i livelli di indebitamento a livello mondiale hanno continuato a crescere e la valutazione di un'ampia gamma di attività appare esagerata e fondata sul fatto che prosegua una situazione di tassi di interesse e rendimenti obbligazionari molto bassi (Capitolo II). Da un lato, la maggiore incertezza ha l'effetto naturale di indurre le banche centrali a muoversi in modo molto graduale con i tassi di interesse e ancor di più con i loro bilanci, lasciando trasparire in anticipo le loro intenzioni. Dall'altro lato, questo stesso gradualismo implica un più lento ampliamento dei margini di manovra per le politiche e può indurre un'ulteriore assunzione di rischio nonché favorire condizioni che rendono più difficile un'uscita senza scossoni. Il rischio di una brusca inversione di rotta dei rendimenti obbligazionari, in particolare, incombe all'orizzonte<sup>7</sup>. I trade-off sono resi ancora più complicati dalle ripercussioni che possono avere a livello mondiale le misure nazionali, specialmente per quanto attiene il dollaro statunitense.

Il percorso sarà dunque inevitabilmente accidentato. La normalizzazione probabilmente non procederà in modo lineare, ma a singhiozzo, con le banche centrali che saggeranno il terreno alla luce dell'evolversi delle condizioni. È essenziale, comunque, che i mercati finanziari, e l'economia in generale, si scrollino di dosso la loro inusuale dipendenza dalle politiche senza precedenti adottate dalle banche centrali.

La costruzione della resilienza attraverso la politica di bilancio si sviluppa lungo due direttrici. La prima è quella di dare priorità all'utilizzo dello spazio di manovra disponibile nei conti pubblici, ove esso sia in effetti presente. Vengono in mente diverse aree. Una è quella inerente al sostegno delle riforme strutturali favorevoli alla crescita (cfr. infra). Un'altra è quella relativa al rafforzamento del consenso sulla globalizzazione affrontando le distorsioni che può provocare: in questo caso gli approcci più generali appaiono preferibili a quelli mirati, perché può essere difficile individuare nello specifico quali aziende e quali individui sono colpiti da queste distorsioni; il principio di fondo è salvare le persone, non i posti di lavoro, promuovendo misure di riqualificazione e una riallocazione flessibile delle risorse; ultimo, ma non meno importante, il sostegno dello Stato al risanamento dei bilanci rimane una priorità nei casi in cui si siano esaurite le capacità d'intervento del settore privato. Risolvere il problema dei prestiti in sofferenza è di capitale importanza per sbloccare il finanziamento di investimenti produttivi (Capitolo V). La cosa poco saggia, nell'attuale congiuntura, sarebbe limitarsi semplicemente a ricorrere alla spesa in disavanzo dove l'economia è vicina alla piena occupazione. Ciò non esclude la possibilità di una semplificazione dei sistemi fiscali oppure di investimenti pubblici oculati e ben eseguiti. Ma, come sempre, la fase attuativa è fondamentale e tutt'altro che scontata, come suggeriscono i precedenti storici.

La seconda direttrice riguarda l'ampliamento dello spazio di manovra dei conti pubblici nel tempo. Una condizione preliminare è operarne una misurazione prudente. Come illustrato diffusamente nella Relazione annuale dello scorso anno, per fare questo bisogna tener conto di una serie di fattori che solitamente vengono sottovalutati o esclusi nelle metodologie correnti: la necessità di un cuscinetto a fronte dei potenziali rischi finanziari, una valutazione realistica delle reazioni dei mercati finanziari al crescere del rischio sovrano e gli oneri legati all'invecchiamento della popolazione. Si impone altresì di prendere in considerazione l'impatto che può avere sulla sensibilità dei disavanzi pubblici ai tassi di interesse la combinazione del rischio connesso a brusche inversioni di rotta (*snapback risk*) e agli acquisti di attività su larga scala da parte della banca centrale (Capitolo IV). Più in generale, una valutazione prudente del margine di manovra per la politica di bilancio potrebbe "ancorare" il necessario risanamento a medio termine delle finanze pubbliche.

Costruire resilienza attraverso le politiche strutturali è essenziale. Le politiche strutturali sono le sole che possano garantire di innalzare il potenziale di crescita a lungo termine e favorire un contesto propizio per investimenti a lunga scadenza. Sfortunatamente, la loro attuazione, lungi dall'accelerare, ha rallentato. Questo nonostante l'evidenza empirica segnali che, contrariamente a una convinzione diffusa, molte misure non hanno effetti depressivi sulla domanda aggregata nemmeno nel breve periodo<sup>8</sup>. Verosimilmente, i costi politici della riforma sopravanzano quelli economici. Qui, come per i problemi indotti dalla globalizzazione, l'aspetto più importante è la concentrazione dei costi su gruppi specifici.

Le riforme strutturali necessarie variano in gran parte da paese a paese. Il denominatore comune è che devono incoraggiare l'imprenditorialità e una rapida

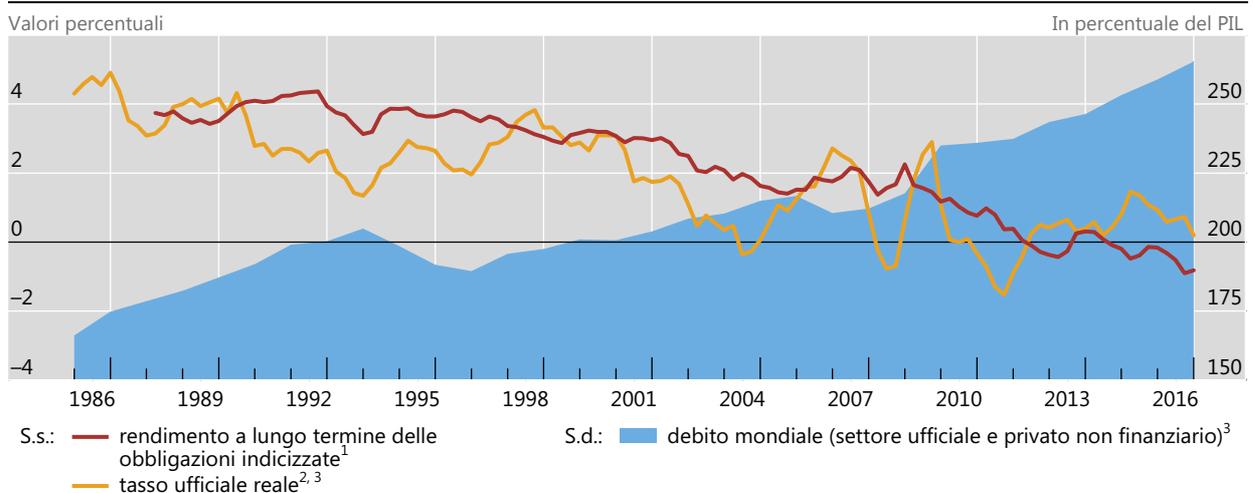
adozione delle innovazioni, limitando la ricerca di rendita. In aggiunta a ciò, un aspetto non adeguatamente considerato – che solo ora ha cominciato a ricevere attenzione – riguarda la necessità di garantire la riallocazione flessibile delle risorse, dato l’impatto debilitante che le rigidità possono avere sulla capacità dell’economia di assorbire gli shock e sulla crescita della produttività. Passi in questa direzione sarebbero molto utili anche per affrontare le distorsioni prodotte dalla globalizzazione. Desta preoccupazione, in particolare, l’elevata percentuale di aziende che non riescono a coprire i costi per interessi con i profitti (“aziende zombie”), nonostante il basso livello dei tassi di interesse rispetto ai parametri storici (Capitolo III). Questo prefigura ostacoli considerevoli nel reimpiego delle risorse in utilizzi maggiormente produttivi.

In un’ottica di medio termine, sarebbe importante poter inquadrare le misure monetarie, di bilancio e perfino strutturali in un passaggio verso quadri di riferimento delle politiche progettati in modo da affrontare una fonte cruciale di vulnerabilità: il ciclo finanziario. L’incapacità di fare i conti con il problema del ciclo finanziario, infatti, è una delle ragioni fondamentali dell’andamento insoddisfacente dell’economia mondiale e del limitato margine di manovra per le politiche<sup>9</sup>. E come discusso dettagliatamente nelle precedenti Relazioni annuali, sarebbe poco saggio fare affidamento esclusivo sulla politica prudenziale, e tanto meno sulle misure macroprudenziali, per riportarlo sotto controllo<sup>10</sup>. La recente esperienza delle EME, dove queste misure sono state attuate in modo aggressivo, conferma che non sono in grado, *da sole*, di prevenire l’accumulo di squilibri.

Per affrontare il problema del ciclo finanziario, servirebbero politiche più simmetriche. In caso contrario, su orizzonti temporali lunghi, non prendere provvedimenti per contenere i boom finanziari ma adottare misure di allentamento aggressive e persistenti durante la fase di bust potrebbe condurre a episodi reiterati di tensioni finanziarie gravi, a una perdita progressiva di “munizioni” per le autorità di *policy* e a una trappola del debito. Seguendo questa strada, per esempio, i tassi di interesse scenderebbero e il debito continuerebbe a crescere, fino a rendere difficile

## I tassi di interesse sprofondano, il debito lievita

Grafico I.6



<sup>1</sup> Dal 1998, media ponderata di Francia, Regno Unito e Stati Uniti; per il periodo precedente, solo Regno Unito. <sup>2</sup> Tasso ufficiale nominale deflazionato per l’inflazione dei prezzi al consumo. <sup>3</sup> Media ponderata delle economie del G7 più la Cina, costruita utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA.

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

alzare i tassi di interesse senza danneggiare l'economia (grafico I.6). Da questo punto di vista, ci sono alcuni segnali poco confortanti: la politica monetaria ha raggiunto i suoi limiti, le posizioni di bilancio in diverse economie appaiono insostenibili (specialmente alla luce dell'onere rappresentato dall'invecchiamento della popolazione) e i rapporti debito-PIL a livello mondiale continuano a crescere.

## Costruire resilienza: la sfida a livello mondiale

Le politiche nazionali possono fare moltissimo per costruire resilienza, ma alcune sfide richiedono una risposta a livello internazionale. L'obiettivo è fissare un quadro di riferimento multilaterale chiaro e coerente – le regole del gioco – per le azioni da intraprendere a livello nazionale oppure congiuntamente a livello internazionale. Queste regole naturalmente varierebbero in termini di specificità e rigidità a seconda delle aree, andando da principi generali a requisiti comuni. Prenderemo in considerazione, in successione, cinque aree fondamentali: requisiti prudenziali, meccanismi per la gestione delle crisi, commercio, tassazione e politica monetaria.

Una prima priorità è condurre in porto le riforme finanziarie (prudenziali) in corso (Capitoli V e VI). Un nocciolo duro di criteri minimi comuni nella sfera finanziaria è una condizione preliminare per la resilienza globale in un mondo finanziario integrato. Criteri di questo tipo consentono di evitare una pericolosa corsa al ribasso. Le riforme in corso non sono perfette, ma non è il momento di indebolire le salvaguardie o aggiungere un'altra fonte di incertezza che ostacolerebbe i necessari aggiustamenti nel settore finanziario (Capitolo V).

Tra le riforme, riveste particolare importanza il perfezionamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali minimi e i requisiti di liquidità – Basilea 3 – considerando il ruolo che giocano le banche nel sistema finanziario. Il compito è raggiungere un'intesa evitando che, nel processo, vengano affievoliti i requisiti sulla base della convinzione infondata che ciò possa supportare la crescita. L'evidenza empirica dimostra ampiamente che istituzioni più solide sono in grado di prestare di più e di sostenere meglio l'economia in tempi difficili<sup>11</sup>. Un valido accordo internazionale, supportato da misure aggiuntive a livello nazionale e abbinato all'applicazione di assetti macroprudenziali efficaci, scoraggerebbe anche una marcia indietro sull'integrazione finanziaria.

Una seconda priorità consiste nel garantire meccanismi adeguati per la gestione delle crisi. Dopo tutto, anche in presenza di solide misure preventive la possibilità di tensioni finanziarie internazionali non può essere esclusa. Un elemento chiave sta nella capacità di fornire liquidità per contenere la propagazione delle tensioni, e questa liquidità non può che essere denominata in una valuta internazionale, principalmente il dollaro statunitense dato il suo ruolo dominante a livello mondiale (Capitoli V e VI). Come minimo, questo significa conservare l'opzione di attivare gli accordi di swap tra banche centrali attuati dopo la crisi, quando le circostanze lo richiedono.

Una terza priorità è fare in modo che l'apertura dei commerci non finisca vittima del protezionismo. La maggiore apertura degli scambi commerciali, costruita intorno alle istituzioni multilaterali che la sostengono, è stata uno degli elementi fondamentali di successo economico del dopoguerra. Anche in questo caso, i meccanismi sono tutt'altro che perfetti. È noto, ad esempio, che le tornate negoziali dell'Organizzazione mondiale del commercio sono a un punto morto e che il suo meccanismo di risoluzione delle controversie è sovraccarico. Ciononostante, abbandonare il multilateralismo sarebbe un errore: il rischio di ritorsioni reciproche è

troppo grande. L'apertura dei commerci crea sfide notevoli, ma tornare indietro sarebbe avventato quanto lo è nel caso dell'innovazione tecnologica.

Una quarta priorità, complementare, è perseguire una maggiore parità di condizioni (*level playing field*) nel campo della tassazione. L'arbitraggio fiscale tra diverse giurisdizioni è uno dei fattori che alimentano l'ostilità nei confronti della globalizzazione e ha contribuito alla disuguaglianza di reddito e di ricchezza all'interno dei paesi, incoraggiando, fra l'altro, una corsa al ribasso sulla tassazione delle imprese. Diverse iniziative sono in corso, sotto l'egida del G20, ma si potrebbero fare sforzi maggiori in questo campo.

Oltre a queste priorità, vale la pena di esplorare più a fondo i margini di manovra per una collaborazione più ampia nel campo della politica monetaria, la quinta area. Come illustrato dettagliatamente nelle precedenti Relazioni annuali, questa collaborazione è auspicabile per via della concomitanza di ampi effetti di propagazione dalle giurisdizioni di emissione delle valute internazionali e delle limitate proprietà isolanti dei tassi di cambio. La collaborazione contribuirebbe a limitare gli effetti distruttivi dell'accumulo e della dissoluzione degli squilibri finanziari. In ordine crescente di ambizione, le opzioni includono l'egoismo illuminato (*enlightened self-interest*), decisioni comuni per prevenire l'accumulo di vulnerabilità e la progettazione di nuove regole del gioco per instillare una maggiore disciplina nelle politiche nazionali. Al momento le condizioni per forme di collaborazione più stretta non ci sono, ma approfondire il dialogo per raggiungere un accordo migliore sulle diagnosi e i rimedi è una condizione preliminare per ulteriori passi avanti.

Tutte queste linee d'azione sono accomunate da una cosa: il riconoscimento che la globalizzazione, esattamente come la tecnologia, è una risorsa comune preziosissima, che offre opportunità straordinarie. La sfida è fare in modo che venga percepita in questo senso, e non come un ostacolo, e che inoltre queste opportunità si trasformino in realtà. È pericoloso che i governi usino la globalizzazione come capro espiatorio per i fallimenti delle loro politiche, ma è altrettanto pericoloso non riconoscere i costi di aggiustamento che la globalizzazione comporta. Inoltre, è impensabile che la globalizzazione possa essere gestita unicamente a livello nazionale: è necessaria una solida governance multilaterale. Per garantire una prosperità mondiale duratura, non c'è alternativa ai compromessi e alle concessioni reciproche, talvolta frustranti e sfibranti, di una collaborazione internazionale ravvicinata.

## Note di chiusura

- <sup>1</sup> Cfr. il Capitolo I dell'*86<sup>a</sup> Relazione annuale*.
- <sup>2</sup> Per un'analisi di questa "spia della paura" come alternativa al popolare indice VIX, cfr. H. S. Shin, "The bank/capital market nexus goes global", discorso alla London School of Economics and Political Science, 15 novembre 2016.
- <sup>3</sup> Cfr. il Capitolo V dell'*85<sup>a</sup> Relazione annuale*.
- <sup>4</sup> Per una dissertazione sul ruolo del dollaro statunitense nel sistema, cfr. C. Borio, "More pluralism, more stability?", presentazione alla VII Conferenza ad alto livello Banca nazionale svizzera-Fondo monetario internazionale sul sistema monetario internazionale, Zurigo, 10 maggio 2016.
- <sup>5</sup> Cfr. il Capitolo I dell'*86<sup>a</sup> Relazione annuale*.
- <sup>6</sup> Cfr. "Economic resilience: a financial perspective", osservazione della BRI inoltrata al G20 il 7 novembre 2016.
- <sup>7</sup> Per una descrizione e documentazione di uno dei meccanismi all'opera, cfr. D. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning", *BIS Working Papers*, n. 519, ottobre 2015.
- <sup>8</sup> Per un'analisi dettagliata di questo argomento, cfr. R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval e A. Zdienicka, "The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 949, marzo 2012.
- <sup>9</sup> Cfr. C. Borio, "Secular stagnation or financial cycle drag?", intervento di apertura della 33<sup>a</sup> Economic Policy Conference della National Association for Business Economics, Washington, 5-7 marzo 2017. La questione è trattata anche nel Capitolo I delle *84<sup>a</sup>, 85<sup>a</sup> e 86<sup>a</sup> Relazioni annuali*.
- <sup>10</sup> Per una dissertazione su un quadro di stabilità macrofinanziaria di questo tipo, cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale* (Capitolo I) e l'*85<sup>a</sup> Relazione annuale* (Capitolo I).
- <sup>11</sup> Cfr. il Capitolo V dell'*86<sup>a</sup> Relazione annuale*.