

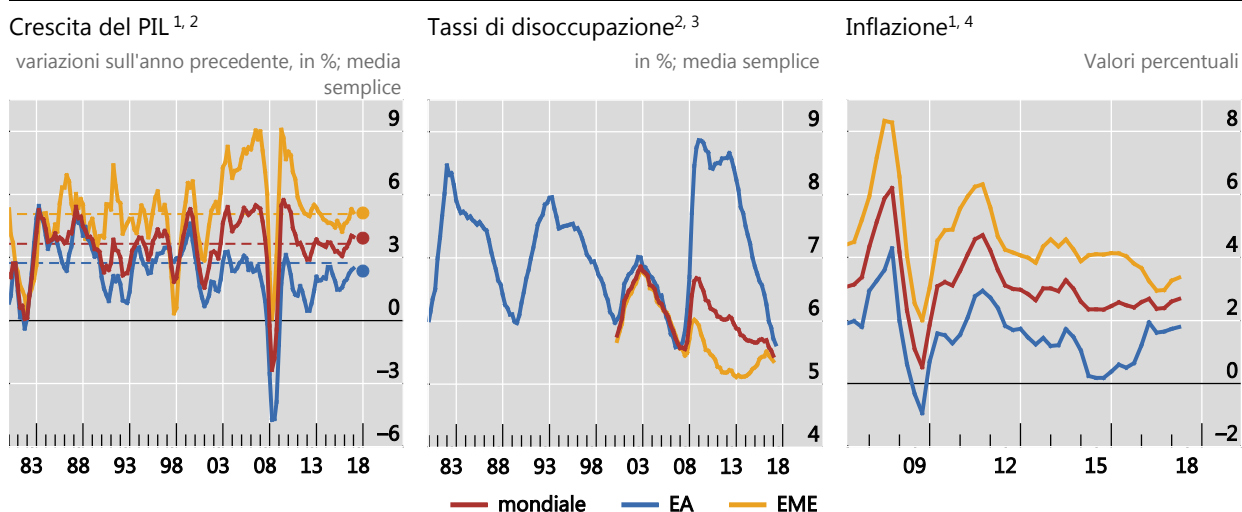
Relazione economica annuale 2018: Editoriale

Da quest'anno la tradizionale *Relazione annuale* BRI – comprendente un'analisi dell'economia mondiale e una presentazione delle attività della BRI – sarà divisa in due pubblicazioni separate. Inoltre, la parte economica, rinominata *Relazione economica annuale*, è stata oggetto di una riorganizzazione. I primi tre capitoli passano in rassegna gli andamenti, le prospettive e i rischi a livello mondiale, mentre due capitoli speciali si concentrano su questioni di attualità, ovvero l'analisi degli assetti macroprudenziali e le criptovalute. Questo editoriale riassume il contenuto e i messaggi chiave della Relazione.

L'economia mondiale: andamenti, prospettive e rischi

Sono passati 10 anni da quando la Grande Crisi Finanziaria (GCF) ha travolto il mondo. All'epoca, a seguito di una crescita senza precedenti dell'indebitamento delle famiglie e degli istituti finanziari, il sistema finanziario mondiale si è trovato sull'orlo del collasso. Grazie agli sforzi congiunti delle banche centrali e al loro orientamento accomodante, si è evitata una seconda Grande Depressione. Da allora tassi di interesse storicamente bassi, se non negativi, e bilanci delle banche centrali insolitamente voluminosi hanno fornito un sostegno importante all'economia mondiale e hanno contribuito alla graduale convergenza dell'inflazione verso i suoi obiettivi. Tuttavia, le banche centrali hanno dovuto ampiamente farsi carico da sole del peso della ripresa, dato che le altre politiche, non da ultime quelle strutturali dal lato dell'offerta, non hanno saputo raccogliere il testimone. Gli interventi delle banche centrali hanno permesso di porre le basi per la ripresa della crescita attualmente in corso. Ma sono stati anche uno dei fattori che hanno portato all'espansione smisurata dei bilanci del settore pubblico e privato e all'aumento dei livelli di debito, che caratterizzano il cammino che ci troviamo ora di fronte. Ora che l'economia mondiale ha raggiunto, o perfino superato, il suo potenziale, è il momento di approfittare delle condizioni favorevoli per mettere in atto una combinazione di politiche più equilibrate volte a sostenere un'espansione sostenibile. Tuttavia, il sentiero che ci troviamo di fronte è stretto.

I frutti delle politiche attuate finora sono emersi in modo chiaro nell'anno in esame, che si è rivelato particolarmente positivo per l'economia mondiale (grafico E.1 e Capitolo I). L'espansione si è rafforzata e diffusa. I tassi di crescita a livello mondiale sono stati pressoché equivalenti alle medie di lungo termine del periodo antecedente la crisi, con un elevato grado di sincronizzazione tra i paesi (grafico E.1, diagramma di sinistra). La disoccupazione ha continuato a scendere, raggiungendo minimi pluridecennali in varie economie, comprese alcune delle più importanti (diagramma centrale). In generale, l'inflazione complessiva si è avvicinata agli obiettivi delle banche centrali, sebbene l'inflazione di fondo sia rimasta più contenuta. Di fatto, l'esercizio ha suggellato il costante miglioramento dell'economia mondiale in corso da qualche tempo. Già nella *Relazione annuale* di due anni fa avevamo osservato che il contesto era considerevolmente migliore di quanto mostrasse il pessimismo dominante. E nella *Relazione annuale* dell'anno scorso abbiamo sottolineato quanto il dibattito sulla stagnazione secolare avesse lasciato spazio a un rinnovato ottimismo e alla rinascita degli "animal spirits".



Nel diagramma di sinistra, i punti indicano le previsioni Consensus Economics per il 2018; le linee tratteggiate indicano le medie 1982-2007.

¹ Medie ponderate in base a PIL e tassi di cambio PPA. ² Per l'area dell'euro, medie ponderate dei singoli paesi prima del 1995. ³ Medie ponderate in base ai livelli della forza lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ⁴ Prezzi al consumo.

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

In base alle previsioni di consenso, questa tendenza dovrebbe protrarsi nei prossimi due anni, segnando una delle più lunghe espansioni del periodo successivo alla seconda guerra mondiale (grafico E.1 e Capitolo I). Nonostante un leggero rallentamento nel primo trimestre 2018 e qualche tensione nelle economie emergenti (EME) (cfr. oltre), i pronostici generali continuano a indicare una crescita mondiale superiore al suo potenziale, un'ulteriore riduzione della disoccupazione, con le economie che metteranno alla prova i limiti di capacità. Si prevede un rafforzamento degli investimenti che porterà nel tempo a un aumento della produttività. E politiche di bilancio più espansive dovrebbero fornire un ulteriore stimolo a breve termine: tralasciando le misure per gli Stati Uniti, le previsioni dell'OCSE mostrano che le politiche di bilancio di circa i tre quarti dei suoi membri saranno più accomodanti quest'anno e l'anno prossimo. Allo stesso tempo, si prevede un leggero aumento dell'inflazione.

Lo scenario attuale è abbastanza inusuale per il periodo successivo alla seconda guerra mondiale (Capitolo I). Aspettative di crescita così vigorose non sono comuni in una fase così avanzata dell'espansione, in cui cominciano a emergere i limiti di capacità, senza che vi siano segnali chiari di un rischio di inflazione. Le ragioni alla base di questa configurazione sono oggetto di dibattiti. Il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva potrebbe essere maggiore di quanto sembri, per diversi motivi: la crisi potrebbe aver avuto come effetto l'emergere di "lavoratori scoraggiati" pronti a reimmettersi nella forza lavoro ora che le condizioni sono migliorate; la ripresa degli investimenti potrebbe stare cancellando alcune delle cicatrici della crisi, aumentando il potenziale; e fattori demografici di più lungo termine e le riforme pensionistiche potrebbero anch'essi avere un ruolo, come dimostra l'aumento diffuso dei tassi di partecipazione nei segmenti della popolazione di età più avanzata, con la notevole eccezione degli Stati Uniti. Inoltre, come sottolineato in precedenti Relazioni annuali, non si deve sottovalutare l'influenza persistente della globalizzazione e dei progressi

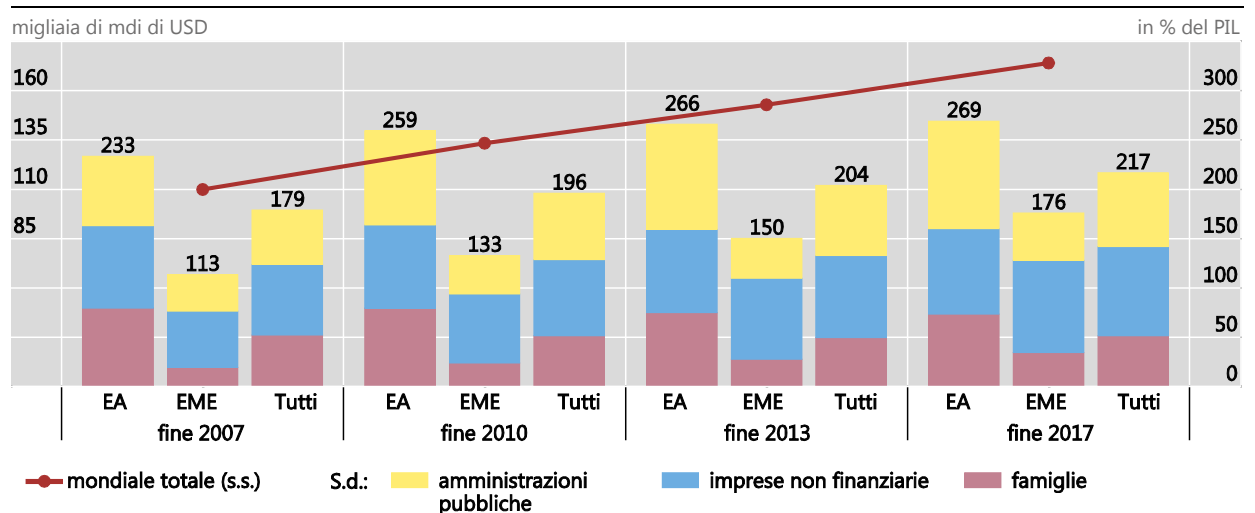
tecnologici sull'inflazione, anche tramite l'impatto sul potere contrattuale di lavoratori e imprese.

A sostegno dell'espansione, e in parte come conseguenza del forte affidamento sulla politica monetaria per supportare la ripresa post-crisi, le condizioni finanziarie hanno ancora una volta avuto un ruolo chiave nell'anno in esame (Capitoli I e II). Almeno fino a tempi recenti le condizioni finanziarie mondiali sono rimaste molto accomodanti, essendosi di fatto ulteriormente allentate, pur in un contesto in cui gli Stati Uniti hanno proseguito la normalizzazione, graduale e annunciata, della politica monetaria. È vero che i rendimenti a lungo termine dei titoli del Tesoro USA sono saliti, ma i premi a termine sono rimasti storicamente bassi e le quotazioni azionarie piuttosto alte, eccetto quando valutate in relazione ai ridotti tassi di interesse vigenti. È importante notare che gli spread creditizi sono stati insolitamente compressi, situandosi spesso ai livelli pre-GCF o persino inferiori, e i mercati corrispondenti sembrano essere diventati sempre più illiquidi. Inoltre, per la maggior parte dell'anno in esame, il dollaro USA si è svalutato, favorendo condizioni finanziarie dinamiche soprattutto nelle EME, che nel periodo successivo alla crisi si sono fortemente indebitate in questa valuta e che nell'ultimo anno hanno registrato forti afflussi di portafoglio. Tuttavia, recentemente queste condizioni favorevoli nelle EME sono cambiate (cfr. oltre).

Nella Relazione valutiamo più in dettaglio anche i rischi futuri (Capitolo I). La conclusione è che i rischi di medio termine sono sostanziali, sebbene esistano differenze tra i paesi. Per alcuni aspetti, i rischi rispecchiano la ripresa sbilanciata dopo la crisi e la sua eccessiva dipendenza dalla politica monetaria. Nei paesi con vulnerabilità finanziarie, i rischi si sono accumulati, con le loro usuali gradualità e persistenza. Più in generale, le valutazioni nei mercati finanziari hanno raggiunto valori eccessivi, come già segnalato, e si è osservato un aumento continuo a livello mondiale delle consistenze di debito privato e pubblico in rapporto al PIL (grafico E.2). Si tratta del proseguimento di una tendenza che risale a ben prima della crisi e che è coincisa con un calo a lungo termine dei tassi di interesse (Capitolo II).

Il debito mondiale continua ad aumentare¹

Grafico E.2



¹ Medie ponderate in base a PIL e tassi di cambio PPA. Il campione include tutte le economie dichiaranti eccetto l'Irlanda, a causa di forti oscillazioni dei dati dovute alla ristrutturazione di grandi società multinazionali.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche BRI sul credito totale; elaborazioni BRI.

In alcuni paesi toccati solo marginalmente dalla GCF, si osservano da qualche tempo segnali di un accumulo di squilibri finanziari. La ragione risiede nel fatto che in questi paesi, al contrario di quelli nell'epicentro della crisi, non vi è stata una riduzione della leva finanziaria del settore privato, di modo che l'espansione finanziaria è continuata. I segnali di squilibrio si sono materializzati in forti aumenti del credito al settore privato, spesso accompagnati da analoghi incrementi dei prezzi degli immobili: segno rivelatore della fase di espansione dei cicli finanziari nazionali, simile in termini qualitativi a quanto osservato prima della crisi in economie che hanno poi avuto difficoltà. Fortunatamente, molto è stato fatto per rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario. Le riforme finanziarie del periodo successivo alla crisi, non da ultime Basilea 3 e l'attuazione dei quadri di riferimento macroprudenziali, hanno nettamente rafforzato il sistema bancario (Capitoli III e IV). E in Cina, la maggiore economia in cui si osservano segnali di squilibri, le autorità hanno adottato misure per ribilanciare l'espansione e frenare alcuni degli eccessi finanziari più gravi.

In questo contesto varie circostanze potrebbero portare a una concretizzazione dei rischi, minacciando così l'espansione economica nel medio termine (Capitolo I). In ogni caso, i fattori finanziari sembrano essere destinati ad avere un ruolo di rilievo, che sia come determinanti o come meccanismi amplificatori. Di fatto, il ruolo delle forze finanziarie nelle oscillazioni del ciclo economico si è rafforzato in modo sostanziale dall'inizio degli anni ottanta, quando si è generalizzata la liberalizzazione finanziaria. E dopo la crisi il peso degli intermediari non bancari, come le società di gestione patrimoniale e gli investitori istituzionali, è aumentato notevolmente e probabilmente influenzerà le dinamiche di tutti gli episodi futuri di tensioni finanziarie, in modi sia noti sia inaspettati (Capitolo III).

Una possibile determinante di un rallentamento o di una regressione economica potrebbe essere l'escalation di misure protezionistiche. L'impatto potrebbe essere notevole se questa escalation fosse percepita come una minaccia al sistema di scambi commerciali multilaterale aperto. Di fatto, vi sono riscontri che indicano che l'aumento dell'incertezza associato al discorso protezionistico e alle relative prime misure intraprese ha già frenato gli investimenti. Inoltre, se dovesse continuare la recente inversione di tendenza del deprezzamento del dollaro USA, le negoziazioni commerciali si complicherebbero.

Una seconda possibile determinante potrebbe essere un'improvvisa decompressione dei rendimenti obbligazionari storicamente bassi o una correzione brusca dei rendimenti sovrani nei principali mercati, specie negli Stati Uniti. Ciò potrebbe avvenire in reazione a un andamento inatteso dell'inflazione e alla percezione che le banche centrali dovranno attuare un inasprimento più marcato rispetto a quanto previsto. Negli Stati Uniti, questo rischio potrebbe essere aggravato dalle attese ingenti emissioni di titoli di debito pubblico, associate alla riduzione progressiva degli acquisti da parte della banca centrale. È importante sottolineare che questo andamento inatteso non deve necessariamente essere sostanziale, come ha messo in luce l'episodio di instabilità che in febbraio ha colpito i mercati finanziari dopo la pubblicazione di dati sull'aumento dei salari negli Stati Uniti leggermente superiori alle aspettative. E l'impatto potrebbe espandersi al resto del mondo, considerato il peso dell'economia statunitense e il ruolo dominante del dollaro nei mercati finanziari mondiali.

Una terza determinante potrebbe essere un'inversione più generale della propensione al rischio. Questa tendenza potrebbe riflettere una gamma di fattori, tra cui utili deludenti, l'effetto frenante prodotto dalla fase di contrazione dei cicli

finanziari che hanno già invertito la direzione, un deterioramento della fiducia nei confronti delle EME o eventi politici impreveduti che minaccino la stabilità in alcune grandi economie. Da questo punto di vista, i recenti eventi nell'area dell'euro sono fonte di preoccupazione, come mostra l'ampliamento degli spread sulle obbligazioni italiane o spagnole. In opposizione allo scenario di una brusca correzione, questo terzo fattore scatenante provocherebbe una nuova compressione dei premi a termine nei principali mercati del debito sovrano che hanno beneficiato di una fuga verso la sicurezza

Di fatto, in aprile si sono osservati indizi di tensione nelle EME più vulnerabili, prime fra tutte Argentina e Turchia, quando il dollaro USA ha cominciato ad apprezzarsi e le condizioni finanziarie nei mercati internazionali hanno iniziato a irrigidirsi. Al momento della redazione di questa Relazione è ancora troppo presto per dire se le tensioni rimarranno contenute o se si diffonderanno ulteriormente. Le economie emergenti sono oggi per la maggior parte più preparate per affrontare periodi di stress di quanto non lo fossero a metà degli anni novanta. Si sono adoperate per rafforzare le loro difese: hanno accumulato riserve, applicato misure macroprudenziali più sistematiche (Capitolo IV), migliorato le loro posizioni correnti e adottato regimi di tassi di cambio più flessibili. Ciò dovrebbe consentire loro di avere maggiore margine di manovra in caso le condizioni finanziarie mondiali dovessero inasprirsi ulteriormente.

Purtuttavia, alcuni problemi persistono. Il cambiamento dei modelli di intermediazione finanziaria, con un maggiore ricorso ai finanziamenti tramite il mercato obbligazionario, ha ridotto il rischio di mancato rinnovo ma allo stesso tempo ha introdotto un maggior rischio di duration. Gli investitori di portafoglio con una tolleranza limitata alle perdite potrebbero amplificare le oscillazioni di prezzo qualora dovessero provare a ridurre le loro esposizioni simultaneamente. In modo più generale, i soggetti non bancari sono stati i maggiori prestatori; se dovessero trovarsi sotto pressione finanziaria, potrebbero ridurre le loro operazioni e tagliare posti di lavoro. Il rallentamento dell'economia reale potrebbe essere il rischio da tenere sotto controllo se le EME dovessero continuare a trovarsi in una situazione di inasprimento delle condizioni finanziarie.

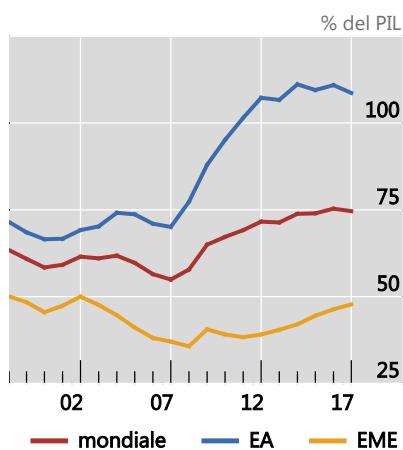
A più lungo termine, se l'economia mondiale riuscirà a superare tutti questi ostacoli, l'espansione potrebbe proseguire. Ma allora, quasi inevitabilmente, le condizioni finanziarie favorevoli faciliterebbero un nuovo incremento degli squilibri finanziari e, soprattutto, del livello aggregato di debito in rapporto al PIL. Questo continuerebbe a incentivare l'atteggiamento compiacente dei mercati finanziari, la scarsa volatilità e un'assunzione di rischio eccessiva. La limitata disciplina di mercato deteriorerebbe ulteriormente l'allocazione di risorse, ad esempio tramite la sopravvivenza di imprese non redditizie e l'indebolimento degli incentivi ai governi affinché garantiscano un margine di manovra alla politica di bilancio. Tutto ciò renderebbe più doloroso il successivo aggiustamento. Un nuovo aumento del debito mondiale sarebbe particolarmente preoccupante (Capitolo I). Non solo renderebbe più difficile aumentare i tassi di interesse a livelli più normali senza porre a rischio l'espansione, dato l'incremento corrispondente degli oneri per il servizio del debito – una specie di "trappola del debito" – ma ridurrebbe anche il margine di manovra per affrontare ogni eventuale regressione economica, che prima o poi arriverà.

Cosa possono fare le autorità economiche affinché l'attuale espansione sia più sostenibile ed equilibrata? Questa domanda è particolarmente urgente dato che il margine di manovra si è ristretto considerevolmente rispetto a prima della crisi (grafico E.3). Il debito del settore pubblico in rapporto al PIL è aumentato ancora,

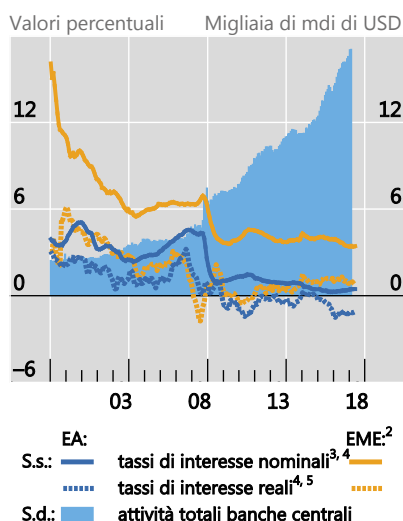
Riduzione dello spazio di manovra delle politiche economiche e calo delle riforme strutturali

Grafico E.3

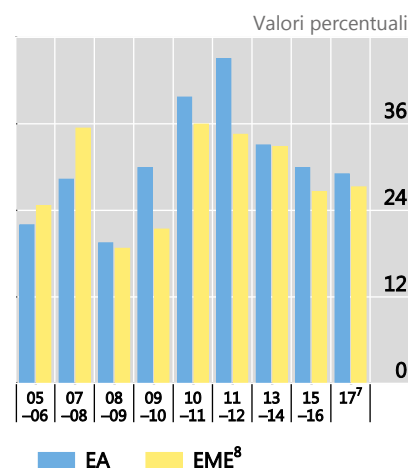
Debito pubblico¹



Tassi di interesse e bilanci delle banche centrali



Riforme strutturali⁶



¹ Debito core delle amministrazioni pubbliche (se non disponibili, centrali) al valore di mercato (se non disponibile, nominale). Medie ponderate in base a PIL e tassi di cambio PPA. Retrodatato usando il debito delle amministrazioni centrali (% del PIL) o i titoli di Stato totali (% del PIL) basandosi sui dati disponibili. ² Alcuni valori anomali per cui il tasso di interesse nominale superava il 60% sono omessi dall'esempio. ³ Tasso ufficiale o equivalente più prossimo. ⁴ Medie mensili semplici delle economie. ⁵ Tasso di interesse nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ⁶ Indicatore della reattività alle riforme dell'OCSE (reform responsiveness indicator (RRI)), calcolato basandosi su un sistema di punteggio in cui le raccomandazioni di politica nel contesto del *Going for Growth* prendono un valore 1 se vengono adottate misure significative e 0 in caso contrario. Medie semplici delle economie. Le dimensioni del campione per i gruppi di paesi cambiano nel tempo. ⁷ Somma dei RRI per le riforme completamente attuate o in corso di attuazione. ⁸ Eccetto HK, MY, PE, PH, SA, SG, TH e TW.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* and *World Economic Outlook*; OCSE, *Going for Growth*; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; statistiche nazionali; statistiche BRI sul tasso ufficiale e statistiche BRI sul credito totale; elaborazioni BRI.

riducendo lo spazio di manovra delle politiche di bilancio (diagramma di sinistra). Allo stesso tempo i tassi di interesse sono notevolmente più bassi, il che limita le capacità di azione della politica monetaria – nelle economie avanzate questa situazione è esacerbata dall'espansione dei bilanci delle banche centrali (diagramma centrale). È quindi prioritario ampliare questi spazi di manovra.

Esistono diverse linee di azione che, se fossero unite, potrebbero essere complementari (Capitolo I). Tutte hanno in comune la focalizzazione su orizzonti più lunghi, dato che le politiche monetarie e di bilancio espansive si basano entrambe in larga misura sul prelevare domanda dal futuro. E quando il futuro diventa presente, ovviamente c'è un prezzo da pagare. Per questo è ancora più importante approfittare delle attuali condizioni straordinariamente favorevoli per ristabilire l'equilibrio. Questi aggiustamenti di politica sarebbero coerenti con l'attuazione di un quadro più ampio per la stabilità macro-finanziaria, in cui le diverse politiche lavorerebbero insieme per garantire la stabilità macroeconomica e finanziaria, aumentando allo stesso tempo la crescita sostenibile a lungo termine (Capitolo IV).

La prima di queste linee di azione consiste nel raddoppiare gli sforzi per mettere in atto politiche strutturali – l'unico modo per sospingere la crescita sostenibile senza generare pressioni inflazionistiche. Ciò risulta essenziale, dato che le economie hanno già raggiunto, se non superato, le stime standard del pieno impiego e del prodotto potenziale, sebbene la crescita post-crisi sia stata, in generale, abbastanza deludente

– un segnale di limitazioni dell’offerta. In particolare, le politiche strutturali possono aiutare a risolvere i dilemmi che affronta in questo momento la politica monetaria e che stanno riducendo il suo margine di manovra. L’essenza delle riforme è rendere più flessibili il mercato dei prodotti e quello del lavoro per poter allocare le risorse in un modo più efficace e assorbire le innovazioni tecniche più facilmente. Un altro elemento importante è la necessità di proteggere l’ordine commerciale multilaterale aperto che è stato così benefico per l’economia mondiale negli ultimi decenni. Sfortunatamente, le riforme strutturali post-crisi hanno lasciato molto a desiderare: di fatto, dal 2011 il ritmo delle riforme è rallentato (grafico E.3, diagramma di destra). Inoltre, i recenti discorsi protezionistici e le misure adottate in questa direzione non lasciano ben sperare.

La seconda linea di azioni consiste in un ulteriore rafforzamento della resilienza del sistema finanziario (Capitoli III e IV). Per raggiungere questo obiettivo, è necessario completare e attuare in modo uniforme le riforme della regolamentazione finanziaria post-crisi. Idealmente, qualora sia ritenuto appropriato, ciò dovrebbe essere supportato da misure volte a rimuovere gli ostacoli strutturali che impediscono al settore bancario di raggiungere una redditività sostenibile, la quale è cruciale per assorbire in modo sicuro e veloce le eventuali perdite. Tra queste misure vi sono l’eliminazione di ostacoli al necessario consolidamento e la riduzione dei costi. Una redditività sostenibile è particolarmente importante nella congiuntura attuale: il settore bancario ha dovuto affrontare la duplice sfida rappresentata da tassi di interesse persistentemente e insolitamente bassi che riducono i margini di interesse netti, e da una crescente concorrenza da parte dei nuovi attori tecnologici – grandi imprese tecnologiche (big tech) e imprese di tecnofinanza (fintech). Il rafforzamento della resilienza richiede anche lo sviluppo attivo di misure macroprudenziali nelle economie dove si sono accumulati gli squilibri finanziari e, più in generale, il miglioramento degli assetti macroprudenziali. In entrambi i casi, si deve prestare più attenzione al settore non bancario, in particolare società di gestione patrimoniale e investitori istituzionali, al fine di completare le azioni avviate in questo ambito.

La terza linea di azioni si concentra sulla necessità di garantire la sostenibilità dei conti pubblici ed evitare le espansioni procicliche. Si tratta di una questione cruciale. Il debito pubblico ha raggiunto nuovi massimi in tempo di pace sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. E, come mostra la storia, il margine di manovra dei conti pubblici è spesso sovrastimato nei paesi che presentano squilibri finanziari. Rispettando le circostanze specifiche di ogni paese, il consolidamento dei conti pubblici è una priorità.

L’ultima linea di azioni riguarda la politica monetaria. La normalizzazione della politica monetaria è essenziale per ridare spazio alle politiche. Può creare un margine per la politica anticiclica, aiutare a mitigare il rischio dell’emergere di vulnerabilità finanziarie e contribuire a ridurre l’accumulo di debito. Ciò detto, come analizzato nel dettaglio nel Capitolo II, considerato il punto di partenza senza precedenti, le incertezze esistenti e i livelli di inflazione persistentemente bassi in molte giurisdizioni, il sentiero che ci si presenta è piuttosto stretto e pieno di ostacoli. Per percorrerlo, sarà necessario ottenere e mantenere un delicato equilibrio tra considerazioni contrastanti, in particolare raggiungendo gli obiettivi di inflazione nel breve termine ed evitare il rischio di incoraggiare il formarsi di nuove vulnerabilità finanziarie nel lungo termine.

La scelta del giusto approccio dipenderà ovviamente dalle specificità di ogni paese, ma è possibile tracciare alcune osservazioni generali. La prima è che per inoltrarsi in questo sentiero sarà necessaria flessibilità per il raggiungimento degli

obiettivi di inflazione. Ciò è particolarmente vero quando l'inflazione è a livelli più bassi degli obiettivi, considerate le favorevoli pressioni disinflazionistiche strutturali attualmente in corso. La seconda osservazione è che i responsabili delle politiche dovranno agire con determinazione, evitando di reagire in modo sproporzionato a episodi transitori di volatilità. Dopo tutto, considerate le condizioni iniziali, il cammino non sarà facile. Vi saranno senza dubbio turbolenze nei mercati finanziari, ma una maggiore volatilità, in se stessa, non deve costituire un problema se rimane contenuta; di fatto, essa può essere persino salutare qualora contribuisca a inibire un'esagerata assunzione di rischio.

Capitoli speciali

Assetti macroprudenziali

L'adozione di quadri di riferimento macroprudenziali è uno degli elementi più importanti e positivi delle riforme finanziarie del periodo successivo alla crisi. La sua ragion d'essere è stato il riconoscimento che l'approccio della regolamentazione e della vigilanza precedente alla crisi era insufficiente, in quanto si concentrava principalmente sulla valutazione dei rischi per le singole istituzioni senza considerare il rapporto al resto del sistema. Questo tipo di approccio (microprudenziale) può essere inappropriato per cogliere e gestire le vulnerabilità a livello di sistema, che sono la principale causa di crisi sistemiche con alti costi macroeconomici. Una delle principali fonti di queste crisi è la prociclicità del sistema finanziario, ovvero la sua tendenza ad amplificare le espansioni e le contrazioni finanziarie, che a loro volta possono esacerbare le oscillazioni economiche. Il ciclo finanziario è il riflesso di queste forze.

L'attuazione di misure macroprudenziali è particolarmente importante nella congiuntura attuale. Esse possono contribuire a contenere le vulnerabilità finanziarie causate dalla ripresa sbilanciata post-crisi e a mitigare l'accumulo di nuovi rischi. Allo stesso tempo possono sostenere la politica monetaria nel suo processo di normalizzazione, ampliando il margine di manovra delle autorità economiche. Le attuali condizioni economiche favorevoli rappresentano un'opportunità da non lasciarsi scappare per l'applicazione attiva di misure.

In questo contesto, il Capitolo IV rende conto delle esperienze degli assetti macroprudenziali fino ad oggi ed esplora il cammino futuro, arrivando a una serie di conclusioni. La prima di esse è che, nonostante l'attuazione delle misure presenti non poche difficoltà, le autorità hanno fatto notevoli progressi. Tra queste difficoltà vi sono la necessità di individuare in tempo l'accumulo di rischi sistemici per riuscire a intraprendere azioni correttive, la selezione degli strumenti appropriati, i limiti che l'economia politica impone alla loro attivazione e l'applicazione di meccanismi di governance efficaci. La seconda è che gli strumenti a disposizione delle autorità si sono concentrati soprattutto sul settore bancario e che è ora opportuno estenderli ad altri istituti finanziari, specie nel settore della gestione di attività. La terza è che le misure macroprudenziali hanno permesso di rafforzare la resilienza del sistema finanziario, ma, almeno per come esse sono state attuate sinora, il loro impatto contenuto sui boom finanziari non ha sempre consentito di evitare che appaiano i già noti sintomi di squilibri finanziari. La quarta è che tutto questo suggerisce che le misure macroprudenziali sono più efficaci quando si integrano in un quadro di stabilità macrofinanziaria più olistico, che includa politiche strutturali, di bilancio e

monetarie. L'ultima conclusione è che c'è margine per continuare a rafforzare la cooperazione internazionale in questo ambito.

Criptovalute

Le criptovalute attraggono l'attenzione perché promettono di sostituire la fiducia a istituzioni consolidate come banche commerciali e centrali, con quella in un nuovo sistema completamente decentralizzato basato sulla blockchain (catena di blocchi) e sulla tecnologia associata di tipo distributed ledger (DLT). Il carattere trasformatore di questa promessa fa sì che le criptovalute figurino tra i temi che più preoccupano le banche centrali.

Il Capitolo V cerca di capire se le criptovalute sono in grado di mantenere le loro promesse in quanto forma di denaro, e conclude che, al di là del fenomeno di moda, esse non hanno questa capacità. Molto è già stato detto riguardo alla mancanza di praticità delle criptovalute come mezzi di pagamento a causa del rischio di frode e degli enormi costi ambientali. Come ha recentemente affermato il Direttore generale della BRI¹, le criptovalute sono diventate una "combinazione tra una bolla, uno schema Ponzi e un disastro ambientale".

Il capitolo sottolinea anche gli altri limiti economici delle criptovalute, legati alla loro scarsa capacità di fare onore alla principale finalità della moneta come dispositivo di coordinazione e di realizzare la loro discutibile promessa di fiducia. Le criptovalute non possono adattare il loro volume alla domanda di transazioni, sono inclini alla congestione e oggetto di forti oscillazioni di valore. E la fiducia verso di esse può evaporare in qualsiasi momento, a causa della fragilità dei meccanismi di consenso decentralizzati che si utilizzano per registrare e validare le transazioni. Ciò non solo mette in discussione la definitività dei pagamenti individuali, ma suggerisce anche che una criptovaluta può semplicemente smettere di funzionare, perdendo completamente il suo valore.

La tecnologia decentralizzata delle criptovalute, sebbene sia sofisticata, rappresenta un misero sostituto del solido sostegno istituzionale del denaro tramite banche centrali indipendenti e obbligate a rendere conto. Tuttavia, di per sé la DLT può essere promettente in applicazioni che non siano le criptovalute. Tra queste vi sono, in particolare, la semplificazione dei processi amministrativi nel regolamento delle transazioni finanziarie. Ma questo resta da dimostrare.

L'emergere delle criptovalute richiede una risposta da parte delle politiche economiche. È necessario un approccio coordinato a livello mondiale per evitare gli usi indebiti e limitare strettamente le interconnessioni con istituti finanziari regolati. Sorgono inoltre questioni delicate riguardo alla possibile emissione di valute digitali da parte delle banche centrali.

Note di chiusura

¹ Cfr. A. Carstens, "Money in the digital age: what role for central banks?", discorso presso la House of Finance, Goethe University, Francoforte, 6 febbraio 2018.