



Uscire dal cono d'ombra della crisi: tre transizioni per l'economia mondiale

Discorso di Jaime Caruana,

Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali

in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
tenuta in Basilea il 29 giugno 2014

Buongiorno Signore e Signori,

La Relazione annuale di quest'anno presenta le nostre riflessioni sulle sfide attuali e si propone di esaminare le politiche economiche che potrebbero aiutarci a uscire dal cono d'ombra della crisi. Il nostro approccio consiste nel cercare una prospettiva di lungo periodo, allo scopo di fare luce sugli squilibri finanziari accumulati prima della crisi e sulle loro ripercussioni, che si avvertono ancor oggi.

In questo intervento mi soffermerò su quelle che sono le mie osservazioni sulla Relazione annuale. Lascero poi la parola a Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico della BRI, e a Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, che approfondiranno alcuni temi specifici.

A distanza di sette anni, la Grande Crisi Finanziaria getta ancora un'ombra lunga sull'economia mondiale. La buona notizia è che l'economia globale si sta riprendendo e ha ricominciato a crescere nell'anno trascorso. Iniziano a intravedersi gli effetti delle riforme, pur se in modo disomogeneo. La ripresa nelle economie avanzate si è ampliata. L'area dell'euro è finalmente riemersa dalla recessione, mentre il rallentamento nelle economie emergenti (EME) sembra essersi attenuato. L'aspettativa generale è quella di un graduale ritorno della crescita mondiale ai tassi pre-crisi (grafico 1).

La notizia meno buona è che permangono gravi difficoltà, e stanno emergendo nuovi rischi. Nel confronto storico la ripresa è deludente. Ma non c'è da stupirsi: i consumatori, le imprese e le banche nelle economie colpite dalla crisi sono ancora alle prese con il risanamento dei bilanci e con un sovraccarico di debito. La riduzione dell'indebitamento privato ha fatto particolari progressi negli Stati Uniti; in altri paesi, incluse ampie parti dell'area dell'euro, la strada da fare è ancora molta. Durante il boom si sono create enormi distorsioni allocative: occorrerà tempo per spostare le risorse verso impieghi nuovi e più produttivi. Nel frattempo, diverse EME sono entrate nella fase finale dei loro boom finanziari. Se è vero che questi boom hanno aiutato l'economia globale a districarsi dalle spire della Grande Recessione, è altrettanto vero che in questo momento espongono le EME a una serie di rischi economici.



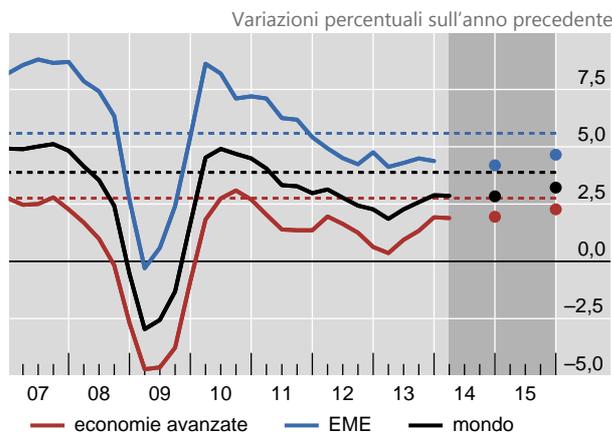
Tali rischi non possono essere del tutto contrastati dal margine di manovra supplementare che le EME si sono procurate in questi ultimi anni.

Eppure il recupero della crescita globale ci offre l'opportunità concreta di superare l'ombra lunga della crisi. Per sfruttare appieno tale opportunità l'economia globale dovrà compiere tre transizioni: una transizione verso un modello di crescita meno dipendente dal debito, e quindi più sostenibile; una transizione verso una politica monetaria più normale; e una transizione verso un sistema finanziario più affidabile. Mi soffermerò ora brevemente su ciascuna di esse.

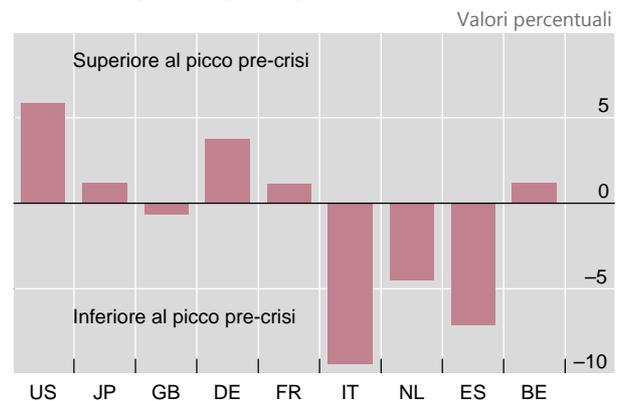
La crescita mondiale rimane nel cono d'ombra della crisi

Grafico 1

Crescita del PIL in termini reali¹



Prodotto rispetto ai picchi pre-crisi²



BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ PIL storico e PIL atteso in termini reali; le previsioni sono indicate dai punti; le linee tratteggiate corrispondono alla crescita media annua nel 1996-2006. Gli aggregati delle economie avanzate e delle economie emergenti comprendono rispettivamente 10 e 28 importanti economie; medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² I picchi pre-crisi sono calcolati sul periodo 1996-2008.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

La prima transizione: verso un modello di crescita meno dipendente dal debito

Negli ultimi decenni la crescita ha fatto massiccio affidamento sul debito. I boom finanziari hanno indotto gravi distorsioni nell'allocazione delle risorse in molte economie. Tali boom hanno inoltre occultato un'erosione del potenziale di crescita nonché, nelle economie avanzate, il calo tendenziale della crescita della produttività iniziato molti anni fa.

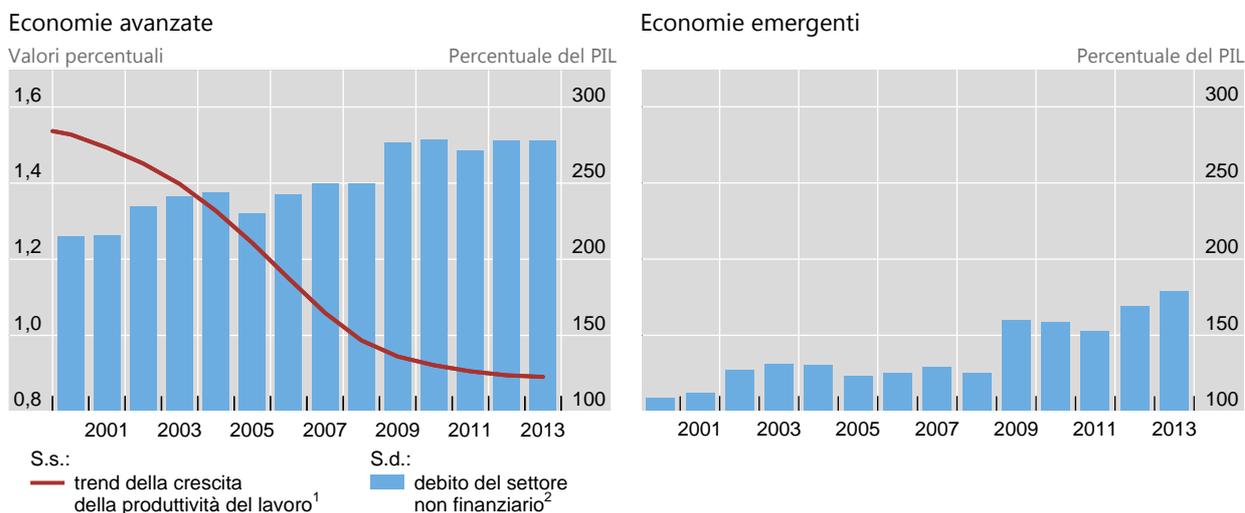
Rispetto al 2007 nelle economie del G20 il rapporto tra il debito complessivo del settore non finanziario e il PIL è salito di oltre un quinto. È questo il lascito degli imponenti stimoli fiscali impressi durante la Grande Recessione nelle economie avanzate e delle ingenti nuove emissioni di debito da parte delle imprese nelle EME. Da allora le economie avanzate hanno fatto qualche passo avanti nella riduzione dei disavanzi. Ma di fatto i livelli del debito aggregato continuano a crescere: complessivamente, il rapporto debito/PIL si attesta oggi al 275% nelle economie avanzate e al 175% nelle EME.



Questa esplosione del debito ha certamente contribuito a sorreggere la domanda corrente. Non è altrettanto chiaro se sarà in grado di innalzare il reddito negli anni a venire, assicurando così una crescita sostenibile.

Un modello di crescita insostenibile

Grafico 2



Gli aggregati delle economie avanzate e delle economie emergenti comprendono, rispettivamente, 10 e 14 importanti economie.

¹ Filtro di Hodrick-Prescott (HP) applicato alla crescita annua del prodotto per occupato. Gli aggregati sono medie della crescita tendenziale ponderata in base al PIL e alle PPA correnti. ² Credito ai settori privato e pubblico convertito in dollari USA ai tassi di cambio del mercato.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; Conference Board, *Total Economy Database*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Uno degli aspetti negativi di questo modello di crescita trainata dal debito è la relativa debolezza degli investimenti nelle economie avanzate. È vero che a livello mondiale il totale degli investimenti fissi in rapporto al PIL ha continuato ad aumentare grazie alla rapida crescita nelle EME. Ed è anche vero che, in alcuni paesi, una correzione dell'eccesso di investimenti nel settore immobiliare e nelle costruzioni era oltremodo necessaria. Tuttavia, altre dinamiche degli investimenti non sono di buon auspicio per la crescita futura: in molte economie avanzate, ad esempio, le imprese si trattengono dall'investire in impianti e attrezzature; anche gli investimenti in infrastrutture languono, soprattutto in numerose EME, ma anche in alcune economie avanzate.

La crescita del debito pubblico e privato ha generato una serie di vulnerabilità. All'aumentare del debito, la capacità di rimborso dei debitori diventa progressivamente più sensibile a cali del reddito e a incrementi dei tassi di interesse. Pertanto, un debito più alto si traduce in una maggiore fragilità finanziaria e in cicli finanziari potenzialmente sempre più dirompenti. Come affrontare i cicli finanziari è uno dei temi principali della Relazione annuale di quest'anno, e sarà illustrato fra poco da Claudio Borio.

Cosa dire del rischio di stagnazione secolare? Il debito non è il solo ostacolo sulla via della crescita; vi sono anche carenze strutturali. Nelle economie avanzate la crescita della produttività era già in calo ben prima della crisi, una tendenza che è stata occultata dal boom finanziario (grafico 2). E il freno rappresentato dall'invecchiamento della popolazione è ben noto. Esistono inoltre fattori nazionali specifici, come il calo strutturale dei tassi di partecipazione o gli squilibri settoriali nell'allocazione del credito e delle risorse. Tutti questi fattori strutturali sono di ostacolo alla domanda e alla crescita.



Non si capisce come potrebbe essere d'aiuto stimolare la domanda con ulteriore debito. Come affermavamo già un anno fa, gli stimoli monetari e fiscali ci hanno consentito di guadagnare tempo. Ma non possono sostituirsi alle riforme strutturali. Un debito in perenne crescita non può sostenere la fiducia. E nemmeno una prolungata estensione di tassi di interesse estremamente bassi può farlo. Un basso livello dei tassi può certamente incrementare l'assunzione di rischio, ma non è scontato che ciò si traduca in investimenti produttivi.

Ma l'aspetto più importante è che una situazione di tassi estremamente bassi, se protratta troppo a lungo, potrebbe convalidare e consolidare un tipo di equilibrio altamente indesiderabile, un equilibrio fatto di debito elevato, tassi di interesse bassi e crescita anemica.

La giusta via per evitare questa trappola è affrontare di petto gli ostacoli strutturali. È prioritario invertire il declino nella crescita della produttività e risolvere le carenze strutturali. Per fare ciò occorreranno riforme dal lato dell'offerta che promuovano un impiego più flessibile e più proficuo delle risorse e infondano fiducia nelle prospettive occupazionali e reddituali. Tali riforme devono essere definite in funzione delle specificità dei singoli paesi, ma probabilmente includeranno ulteriori liberalizzazioni dei mercati dei beni e del lavoro, revisioni dei codici tributari e un uso più mirato della spesa pubblica. E non sarà un caso se la politica monetaria si rivelerà più efficace in un'economia più flessibile e meno indebitata.

La seconda transizione: verso una politica monetaria più normale

L'accomodamento monetario sta saggiando i propri limiti. La politica monetaria perde buona parte della sua efficacia nella fase di ripresa da una recessione patrimoniale, quando famiglie, imprese e banche sono tutte impegnate a risanare i propri bilanci, consolidando così l'indebolimento della domanda aggregata. Vi è poi una minaccia per la stabilità finanziaria, poiché una situazione di tassi di interesse estremamente bassi incoraggia l'accumulo di debito e l'assunzione di rischio.

La normalizzazione della politica monetaria è ancora lontana. Con il tapering, la Federal Reserve sta semplicemente mettendo termine all'allentamento. I bilanci delle banche centrali – inclusa la stessa Fed – hanno continuato a espandersi e superano ora in aggregato \$20 000 miliardi a livello mondiale. I tassi ufficiali si collocano alla soglia zero nelle principali aree valutarie, e sono largamente al disotto dei livelli pre-crisi nelle EME (grafico 3). Globalmente parlando, pertanto, la politica monetaria rimane straordinariamente accomodante.

La strada verso la normalizzazione sarà inevitabilmente accidentata e porrà una serie di sfide. Vorrei menzionarne due in particolare.

La prima riguarda come rendere i mercati finanziari meno dipendenti dalla politica monetaria. Negli ultimi mesi la volatilità nei mercati internazionali è scesa ai minimi storici (grafico 3). Al tempo stesso, la caccia al rendimento ha acquistato slancio e gli spread creditizi si sono ristretti. È difficile vedere in tutto ciò la conseguenza di una riduzione dei rischi globali. È più probabile che gli operatori di mercato si siano convinti che le condizioni monetarie resteranno molto accomodanti per un periodo molto lungo. Ma i mercati hanno preso una sicurezza forse maggiore di quella che le banche centrali desiderano dare, e stanno probabilmente considerando solo una gamma molto ristretta dei possibili esiti. Questa baldanza è pericolosa. Potrebbe incoraggiare un'assunzione eccessiva di rischio e accrescere la pressione sulle banche centrali affinché rinviino la normalizzazione della politica monetaria.

La seconda sfida consiste nel gestire le ripercussioni internazionali della politica monetaria. Molte EME hanno risentito dell'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali dello scorso anno. Alcuni suoi effetti, ad esempio le forti pressioni sui cambi e la maggiore vulnerabilità delle economie con fondamentali deboli, ricordavano i passati episodi di tensione nelle EME. Altri, tuttavia, rappresentavano



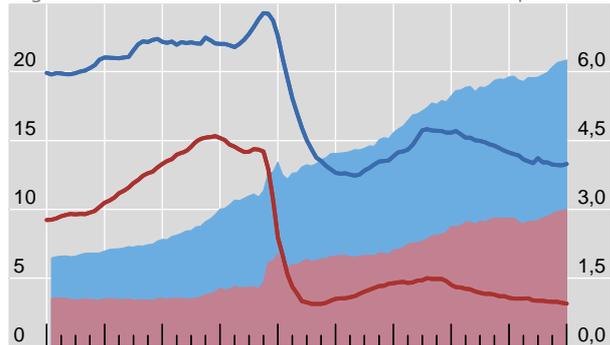
una novità, ad esempio gli stretti legami tra i mercati obbligazionari nazionali nelle EME. È questa una conseguenza del passaggio, negli ultimi anni, dal finanziamento bancario al finanziamento sui mercati dei capitali, passaggio che può avere implicazioni per la stabilità finanziaria durante la normalizzazione della politica monetaria. Dobbiamo ancora scoprire se un boom trainato dai mercati sia più o meno rischioso di un boom trainato dalle banche. Hyun Shin approfondirà più tardi questa "seconda fase della liquidità globale", di cui tratta anche il Capitolo IV della Relazione annuale.

Le condizioni monetarie e finanziarie rimangono molto accomodanti

Grafico 3

Tassi ufficiali e attività delle banche centrali

Migliaia di miliardi di USD Valori percentuali



Attività totali delle banche centrali (s.s.):

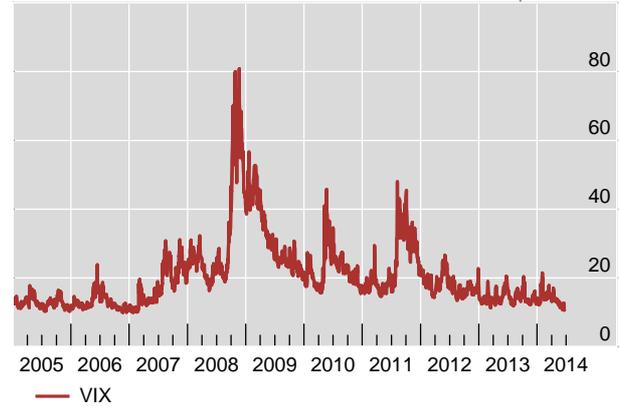
■ economie avanzate¹■ EME²

Tassi ufficiali nominali (s.d.):

— economie avanzate¹— EME²

Indice VIX

Valori percentuali



— VIX

¹ Le economie considerate sono: area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Le economie considerate sono: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria.

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

Tenere conto delle ripercussioni della politica monetaria è una responsabilità condivisa. Le economie avanzate devono avere una visione più chiara degli effetti di trasmissione e di retroazione a livello internazionale delle condizioni monetarie estremamente accomodanti, e internalizzarli nelle loro decisioni. Non si tratta solo di valutare le retroazioni dei provvedimenti nazionali attraverso i movimenti del tasso di cambio e gli scambi commerciali. È necessario avere anche una percezione chiara delle connessioni e delle esposizioni finanziarie nonché dell'impatto delle decisioni di politica monetaria sui mercati. Le EME, a loro volta, non possono sfuggire agli shock globali, ma possono ridurre gli elementi di vulnerabilità macroeconomica e finanziaria al loro interno. A questo riguardo è fondamentale affrontare i rischi associati alla fase finale dei cicli finanziari nazionali.

Questo mi conduce alla questione dell'inflazione, in particolare al fatto che si mantenga da tempo al disotto dell'obiettivo e quali implicazioni ciò possa avere per la normalizzazione monetaria. Certo, una situazione di bassa inflazione e di bassa crescita non è ideale dal punto di vista di chi è altamente indebitato. Tuttavia, mi si conceda di fare due osservazioni. La prima è che le proiezioni di inflazione delle banche centrali e il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione fanno ritenere che il rischio di spinte disinflative persistenti e autorafforzantesi sia basso. Vi sono inoltre buone ragioni per ritenere che le pressioni al ribasso sull'inflazione riflettano effetti di offerta positivi nell'economia mondiale, almeno in parte. L'accresciuta concorrenza nei mercati dei beni, e sempre di più anche nei mercati dei servizi, riduce i margini di aumento dei prezzi e può persino spingere i prezzi verso il basso. La Relazione di quest'anno documenta il ruolo di rilievo dei fattori internazionali per quanto riguarda



l'inflazione interna. Tutto ciò indica che le proiezioni di inflazione sono soggette a considerevole incertezza. Occorre studiare più approfonditamente le nuove dinamiche dell'inflazione, il ruolo crescente dei fattori internazionali e la sensibilità decrescente dell'inflazione all'output gap interno.

La seconda osservazione è che i bassi tassi di inflazione a livello mondiale sono un ulteriore segnale del fatto che nella ripresa da una recessione patrimoniale la capacità della politica monetaria di stimolare la domanda è di regola molto minore che nel caso di una normale ripresa. Ne dà conferma la netta sconnessione fra le condizioni finanziarie estremamente accomodanti da un lato, e la fiacchezza degli investimenti societari dall'altro. È importante perciò valutare con occhio critico quello che la politica monetaria può realisticamente conseguire in questo momento. Dopo anni di allentamento, dobbiamo dedicare maggiore attenzione ai rischi di una normalizzazione troppo tardiva.

La terza transizione: verso un sistema finanziario più affidabile

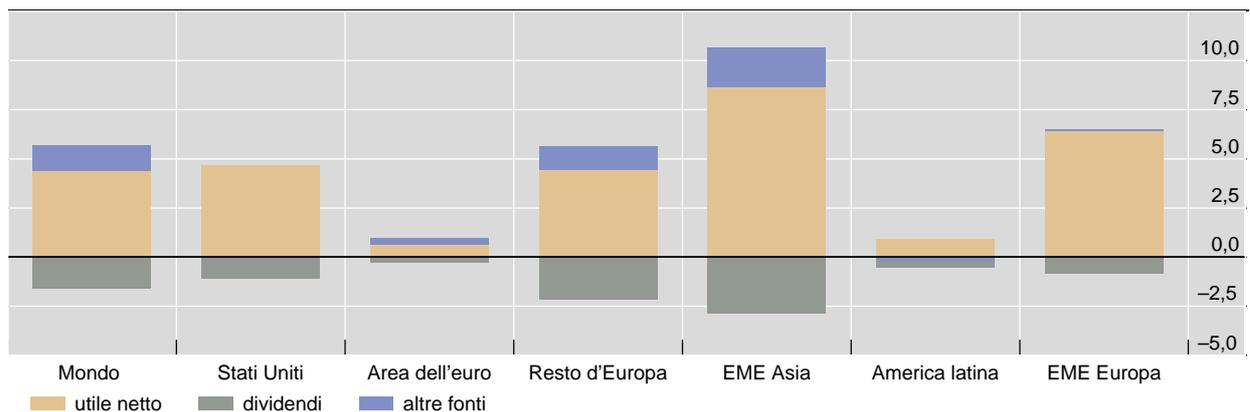
Sono stati realizzati progressi notevoli nella transizione verso un sistema finanziario più affidabile. Le banche hanno riacquisito forza. In media, hanno ricostituito i livelli patrimoniali per soddisfare standard regolamentari più severi. In particolare, il miglioramento dei profitti ha aiutato le banche a rafforzare la propria base patrimoniale (grafico 4).

Persistono tuttavia sacche di debolezza e incertezza, specialmente in Europa. Nonostante il miglioramento della redditività aggregata, molte istituzioni devono ancora fare i conti con gli elevati livelli di indebitamento delle amministrazioni pubbliche e delle famiglie. I rating della solidità finanziaria intrinseca delle banche rimangono bassi. Gli investitori continuano a nutrire dubbi sulla qualità degli attivi. Altrove, in alcune economie in gran parte risparmiate dalla crisi, i boom finanziari hanno creato nuove vulnerabilità.

La ritenzione degli utili accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche¹

Fonti di capitale bancario, variazioni percentuali fra fine 2009 e fine 2013

Grafico 4



¹ Tutti i dati sono medie ponderate in base alle attività totali di fine 2013.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bankscope; Bloomberg.

Nuovi strumenti e politiche prudenziali possono attenuare questo genere di rischi. In Europa la verifica della qualità degli attivi, le rigorose prove di stress programmate e l'introduzione del meccanismo di vigilanza unico offrono un'opportunità irripetibile per ripristinare la fiducia nel sistema



bancario e per rimuovere uno dei principali ostacoli alla crescita, specialmente nei paesi colpiti dalla crisi. Si fa un uso più attivo degli strumenti macroprudenziali. Basilea 3 ha introdotto un buffer anticiclico per la banche nel quadro della tendenza più generale verso l'istituzione di assetti macroprudenziali nazionali. Le EME hanno usato altri strumenti per accrescere la resilienza delle banche. Tuttavia, la capacità di questo tipo di misure di contenere i rischi legati alla fase finale di un ciclo finanziario non è ancora stata dimostrata. Le misure prudenziali necessitano del contributo della politica monetaria.

Importanti iniziative regolamentari stanno per essere portate a compimento. Si è ora passati a cercare di assicurarne un'attuazione coerente e a monitorarne gli effetti, sia desiderati sia indesiderati. Queste iniziative spaziano dai requisiti patrimoniali e di liquidità al problema delle istituzioni troppo grandi per fallire, dai regimi di risoluzione alle infrastrutture dei mercati finanziari e al sistema bancario ombra. È ora importante porre maggiore enfasi su una rigorosa attività di vigilanza.

Un sistema finanziario affidabile richiede di più della sola resilienza. La resilienza è il punto da cui partire, ma mi si consenta di rilevare altri elementi chiave.

Il primo è la fiducia nella gestione dei rischi delle banche. E con gestione dei rischi intendo tutti gli aspetti, dalla cultura di rischio complessiva, ai singoli modelli di rischio. L'ampia dispersione nelle attività ponderate per il rischio segnalate dalle banche indica che sussiste ancora un ampio margine di incongruenza, e forse anche spazio per aggirare le regole. Una regolamentazione stringente può alleviare questo problema. L'imposizione di vincoli alle assunti dei modelli può migliorare la comparabilità e ridurre l'arbitraggio. Se calibrato in maniera rigorosa, l'indice di leva finanziaria può rappresentare un complemento credibile dei coefficienti ponderati per il rischio. E, se attuati in maniera coerente, i requisiti obbligatori minimi internazionali possono ridurre il rischio di frammentazione lungo i confini nazionali e accrescere la credibilità. Ma nessuna regolamentazione, sia essa semplice o sofisticata, può eliminare la necessità di una vigilanza proattiva, efficace e intrusiva. È questa la migliore maniera di garantire la presenza di solide riserve di liquidità e di capitale. Ed è una buona maniera di incoraggiare una cultura del rischio improntata alla prudenza, che consenta la diversità e la sensibilità al rischio, ma freni e sanzioni i tentativi di aggirare le regole.

Il secondo elemento chiave per un sistema finanziario affidabile è, più in generale, la fiducia del pubblico. Questa fiducia è stata intaccata a più riprese dalle accuse di manipolazione in alcuni mercati finanziari. È necessario ricostruire la fiducia affinché il sistema finanziario funzioni come dovrebbe.

Il terzo elemento per un sistema finanziario affidabile è la necessità di stare all'erta di fronte alle continue evoluzioni del mercato finanziario e all'emergere di nuovi rischi. Ho già parlato della necessità di studiare ulteriormente la natura dei boom finanziari trainati dai mercati, in cui il comportamento di istituzioni che tradizionalmente operano con un minore grado di leva finanziaria, come gli asset manager, può dare luogo a un'amplificazione improvvisa e non lineare delle dinamiche di mercato simile a quella provocata dagli effetti di leverage.

È tempo di uscire dal cono d'ombra della crisi

È tempo di uscire dal cono d'ombra della crisi. La ripresa della crescita offre l'opportunità di adottare riforme strutturali e riportare i bilanci su basi più solide. Tali provvedimenti rischiano di essere impopolari, ma produrranno risultati anche nel breve periodo se riusciranno a ripristinare la fiducia.

È tempo di agire anche perché rimandare una qualunque delle tre transizioni sarebbe rischioso. Un primo rischio attiene alla dominanza finanziaria: rinviare il momento di agire per timore della volatilità dei mercati e della fragilità finanziaria. Il secondo pericolo è la dominanza fiscale: le pressioni a proseguire politiche di accomodamento monetario per sostenere livelli di debito elevati. Un terzo pericolo, infine, è la dominanza delle aspettative: la presenza di aspettative irrealistiche su quello che



possono fare le banche centrali. Se tutte e tre queste transizioni non saranno portate e a buon fine il prezzo da pagare sarà alto, in termini di rischi crescenti per la stabilità finanziaria e macroeconomica.

La chiave per riuscire a compiere queste tre transizioni è una stretta cooperazione internazionale. All'indomani della crisi, Basilea 3 è diventato l'esempio per eccellenza di una cooperazione efficace nell'ambito della regolamentazione finanziaria. Questo esempio rafforza gli argomenti a favore di una cooperazione più stretta in altre aree. L'anno trascorso è servito a ricordare che sempre più spesso le politiche economiche nazionali possono avere ripercussioni nel resto del mondo. Ciò è evidente nel caso delle grandi economie avanzate, ma è diventato sempre più vero anche per le politiche delle grandi EME. Oggi come non mai, quindi, è importante che tutti abbiano una visione più chiara degli effetti che i propri provvedimenti avranno sugli altri in un mondo fortemente integrato. Da parte sua, la BRI è pronta a promuovere questa cooperazione nell'area della stabilità monetaria e finanziaria.