



## Adottare una prospettiva di più lungo periodo

Discorso di Jaime Caruana,

Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali

in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca  
tenuta in Basilea il 28 giugno 2015

Signore, Signori,

desidero darvi il mio più caloroso benvenuto alla presentazione della Relazione annuale della BRI di quest'anno. La Relazione rappresenta il nostro contributo al dibattito in corso fra responsabili delle politiche, esponenti del settore privato e studiosi sull'economia mondiale dopo la crisi.

Inizierò sottolineando quattro osservazioni tratte dalla Relazione annuale. Tutte e quattro segnalano la necessità di adottare una prospettiva di più lungo periodo, che consente di integrare meglio la finanza nella nostra analisi dell'economia mondiale. Successivamente, Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della ricerca, approfondiranno alcuni di questi punti.

## Il bassissimo livello attuale dei tassi non costituisce un nuovo equilibrio

Consentitemi di cominciare con un'osservazione sulla situazione corrente, e in particolare sul dibattito riguardante una presunta nuova normalità fatta di tassi di interesse bassissimi o addirittura negativi.

Nel corso dell'anno passato l'equilibrio dei rischi economici e finanziari sui mercati internazionali è stato alterato da tre sviluppi: il prezzo in dollari del petrolio è sceso di circa il 50% nella seconda metà del 2014; la moneta statunitense si è apprezzata significativamente e in modo generalizzato (grafico 1, diagramma di sinistra); infine – forse lo sviluppo più inusuale – i tassi di interesse a lungo termine sono calati ulteriormente, entrando perfino in territorio negativo in alcuni mercati (grafico 1, diagramma di destra). Durante i primi cinque mesi di quest'anno, \$2 000 miliardi circa di titoli di debito sovrano (in gran parte europei) sono stati scambiati a rendimenti negativi.

Tali sviluppi riflettono una diversa valutazione delle prospettive economiche mondiali da parte degli operatori di mercato: aspettative mutevoli riguardo alle condizioni economiche nelle economie avanzate e nelle economie emergenti, incertezze legate alla traiettoria attesa delle politiche monetarie nelle principali economie e anche timori relativi a problematiche economiche da lungo tempo irrisolte.

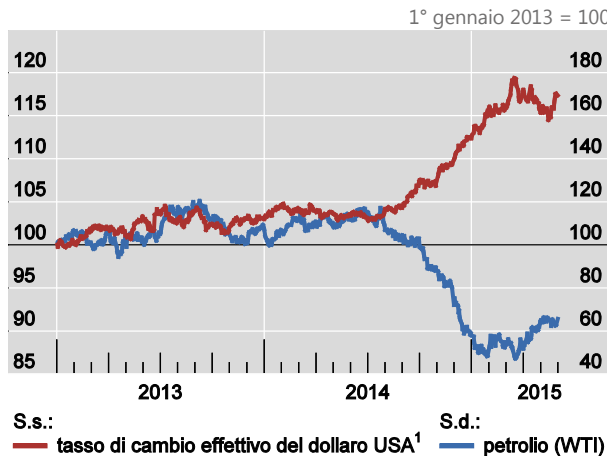


Non sorprende che le valutazioni dei mercati stiano cambiando. Nonostante tutti gli sforzi per uscire dal cono d'ombra della crisi finanziaria, le condizioni dell'economia mondiale sono ancora lontane dalla normalità. L'accumulo di indebitamento e rischi finanziari, la dipendenza dei mercati finanziari dalle banche centrali e il persistere di tassi di interesse bassi: tutto questo sembra diventato ordinario. Ma solo perché qualcosa è ordinario non significa che sia normale.

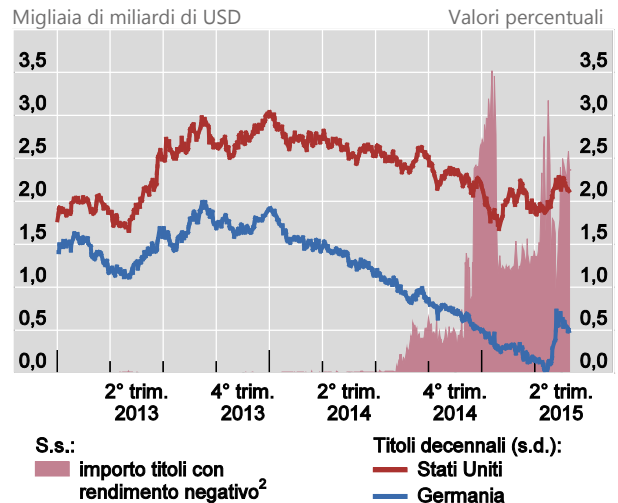
## Tre importanti sviluppi nei mercati internazionali

Grafico 1

### Petrolio e dollaro



### Tassi di interesse a lungo termine



<sup>1</sup> Indici ampi dei tassi di cambio effettivi nominali elaborati dalla BRI. Un calo (aumento) indica un deprezzamento (apprezzamento) della moneta in termini basati sull'interscambio. <sup>2</sup> Importo totale di titoli di Stato scambiati a rendimenti negativi; in base ai titoli compresi nell'indice mondiale dei titoli pubblici elaborato da Merrill Lynch, media di fine gennaio 2015 e fine maggio 2015.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

A sette anni dalla crisi finanziaria internazionale il mix delle politiche rimane fortemente sbilanciato. Continuiamo a fare troppo affidamento sullo stimolo monetario, mentre i progressi sul versante delle riforme strutturali sono ancora insufficienti. I trade-off non si stanno di certo semplificando.

Naturalmente è possibile che siano all'opera forze secolari che esercitano una pressione al ribasso sui tassi di interesse di equilibrio. Se anche così fosse, tuttavia, riteniamo che l'attuale configurazione dei tassi su livelli molto bassi non sia inevitabile, e nemmeno rappresenti un nuovo equilibrio. È possibile che rifletta invece in misura significativa i limiti degli odierni assetti delle politiche e dei quadri di riferimento analitici nei confronti dei boom e dei bust finanziari. Claudio Borio approfondirà più tardi nella sua presentazione questo punto e le sue implicazioni per l'economia mondiale.

La conclusione alla quale siamo giunti è che una normalizzazione delle politiche dovrebbe essere accolta con favore. In generale, il calo del prezzo del petrolio offre all'economia globale un importante contributo alla crescita. La sua spinta insperata potrebbe favorire una progressiva normalizzazione della politica monetaria, naturalmente con il dovuto riguardo alle condizioni specifiche di ciascun paese. La normalizzazione potrebbe generare una certa volatilità nel breve periodo, ma contribuirebbe a contenere i rischi più a lungo termine.

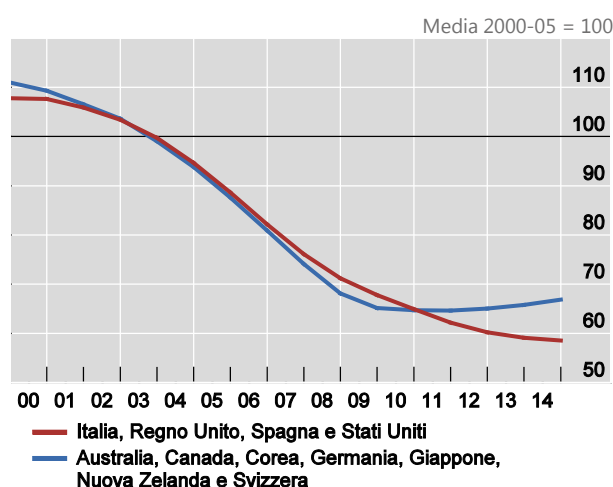
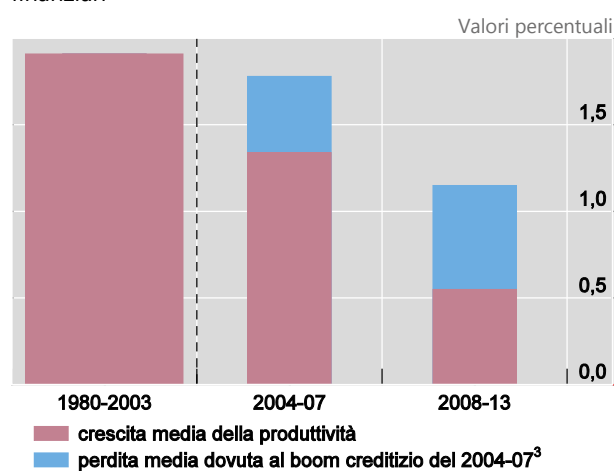


## I boom finanziari hanno effetti reali

La mia seconda osservazione riguarda gli effetti nocivi dei boom finanziari sull'incremento della produttività. Nello specifico, mi riferisco alla nostra analisi di come i boom finanziari abbiano potuto contribuire al declino osservato della crescita della produttività, in particolare nelle economie avanzate in cui si sono verificati boom di questo tipo (grafico 2, diagramma di sinistra).

### I cicli finanziari contribuiscono a una minore crescita della produttività

Grafico 2

Trend della crescita della produttività del lavoro<sup>1</sup>Trend della produttività nelle economie con cicli finanziari<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Filtro di Hodrick-Prescott (HP) applicato alla crescita annua del prodotto per occupato. Gli aggregati sono medie della crescita tendenziale ponderate in base al PIL e alle PPA. <sup>2</sup> Economie in campione: Danimarca, Francia, Irlanda, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti e Svezia. <sup>3</sup> Calcolato utilizzando la crescita del rapporto credito/PIL durante il periodo 1994-2004 come controfattuale.

Fonti: UE, KLEMS; FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook* e STAN; Conference Board, *Total Economy Database*; database GGDC 10-sector; BRI; elaborazioni BRI.

Durante lo scorso anno l'economia mondiale è cresciuta a un tasso non distante dalla media di lungo periodo. Tuttavia, gli investimenti delle imprese sono rimasti deboli, nonostante l'esplosione di fusioni e acquisizioni e riacquisti di azioni proprie finanziati con emissioni obbligazionarie. L'assunzione di rischio è più evidente nei mercati finanziari che nell'economia reale, e la crescita della produttività del lavoro a livello globale ha continuato a ridursi.

Abbiamo spesso discusso della tesi della BRI secondo cui le recessioni patrimoniali sono diverse, perché associate al collasso di un boom finanziario. L'impatto negativo sulla domanda aggregata è evidente. Ma qual è l'impatto sulla capacità produttiva dell'economia?

Lavori recenti della BRI hanno riscontrato evidenze del fatto che i boom finanziari tendono a minare la crescita della produttività, perché spostano lavoratori e altri fattori di produzione verso settori con una crescita lenta della produttività. Contrariamente a quello che accade nelle recessioni normali, questa distorsione nell'allocazione del lavoro ha un effetto negativo duraturo sulla traiettoria della produttività aggregata, e di conseguenza sul prodotto potenziale dopo una crisi finanziaria.

L'intuizione economica suggerisce che in un normale ciclo economico i lavoratori estromessi durante la recessione vengano riassunti una volta che l'attività economica riparte. In una recessione patrimoniale, invece, non ci si può aspettare che i settori gonfiatisi artificialmente durante il boom finanziario ritornino agli stessi livelli di attività. I lavoratori dovranno spostarsi da quei settori ad altre



aree dell'economia, e questo richiede normalmente tempi più lunghi. Il danno causato alla produttività aggregata, e quindi al prodotto potenziale, può rivelarsi assai persistente dopo una crisi finanziaria.

Indubbiamente esistono anche altri fattori alla base del declino tendenziale della crescita della produttività. Ma il punto che vogliamo sottolineare è che i boom finanziari passati potrebbero aver fatto di più che semplicemente mascherare questi altri fattori. Potrebbero aver contribuito essi stessi al declino distorcendo l'allocazione delle risorse. Si tratta chiaramente di un aspetto che merita di essere approfondito.

L'impatto dei boom finanziari sulla produttività è significativo? I nostri dati dicono di sì. L'analisi di un numero di economie avanzate interessate da boom del credito negli anni precedenti la crisi finanziaria indica che la crescita della produttività nel periodo del boom, fra il 2004 e il 2007, è stata inferiore in media di 0,4 punti percentuali l'anno rispetto a quella in assenza di boom, ossia se il rapporto credito/PIL fosse rimasto sui valori medi del decennio precedente (grafico 2, diagramma di destra). L'aspetto più sorprendente è che questo effetto persiste anche nel momento in cui il boom si trasforma in bust. Le nostre stime indicano che per il periodo fra il 2008 e il 2013 la crescita della produttività in questi paesi è stata inferiore, in media, di 0,6 punti percentuali l'anno rispetto a quanto sarebbe successo se non vi fosse stato alcun boom. Per questo secondo periodo la perdita stimata è addirittura equivalente alla stessa crescita della produttività effettiva.

L'indicazione più importante che si ricava da questa analisi è che bisogna dedicare maggiore attenzione al lato dell'offerta. Le politiche di gestione della domanda non possono rimpiazzare misure volte a colmare le carenze dell'offerta che frenano la domanda e minano la crescita. Per ripristinare una crescita forte e sostenibile occorre un'analisi più approfondita dei vincoli dal lato dell'offerta, un'analisi che dovrà inevitabilmente valutare le specificità di ciascun paese. Occorre inoltre perseguire con determinazione riforme strutturali.

Cosa dire delle economie uscite grosso modo indenni dalla crisi finanziaria? Questo gruppo include alcune economie avanzate minori e molte economie emergenti. Anche per loro è rilevante il legame fra boom finanziari e declino della crescita della produttività. Molte di queste economie sono attualmente oggetto di forti boom del credito, e hanno raggiunto il punto in cui l'effetto combinato di questi boom e di un rallentamento della crescita fa insorgere vulnerabilità interne ed esterne.

Sotto molti aspetti le economie emergenti sono oggi più solide che negli anni ottanta e novanta, quando molte di esse furono interessate da tensioni finanziarie. I loro assetti macroeconomici sono migliorati; i tassi di cambio sono più flessibili; l'infrastruttura del sistema finanziario è più robusta; e la regolamentazione prudenziale è più stringente. Lo sviluppo di mercati obbligazionari in valuta locale ha liberato le economie emergenti dal "peccato originale" di essersi indebitate solamente in valuta estera. L'incremento delle riserve valutarie ha irrobustito le linee di difesa.

Non tutto, però, va per il meglio. Tassi di cambio flessibili e un andamento macroeconomico positivo possono non essere sufficienti a immunizzare del tutto un'economia dagli shock esterni. Se è vero che il debito in valuta estera è diminuito in rapporto al PIL, è altrettanto vero che si è concentrato nel settore delle imprese, dove i disallineamenti valutari sono più difficili da individuare e possono influenzare più direttamente gli investimenti e l'occupazione. In questo caso il ruolo della banca centrale non è semplice, perché non si possono facilmente mobilizzare riserve valutarie per contrastare carenze di liquidità in settori specifici, o per sostenere la valuta nazionale o il mercato obbligazionario. Il passaggio dal finanziamento bancario al finanziamento mediato da soggetti non bancari, poi, può aver alterato le dinamiche di mercato in modi non del tutto chiari. Tornerò su quest'ultimo punto più avanti.



## Un basso livello dei tassi per lungo tempo incide sul settore finanziario

Vorrei ora passare alla terza osservazione, ossia i potenziali rischi associati a un prezzo della leva finanziaria che si colloca su livelli troppo bassi da troppo tempo, un tema di cui alla BRI abbiamo discusso in più occasioni.

Vorrei essere chiaro: ciò che temiamo è la persistenza di tassi di interesse bassissimi. È questa persistenza che incentiva gli agenti economici a modificare il proprio comportamento, e che consente alla leva finanziaria e ai rischi di accumularsi nel tempo, magari in maniera così graduale che potrebbe essere difficile rendersene conto.

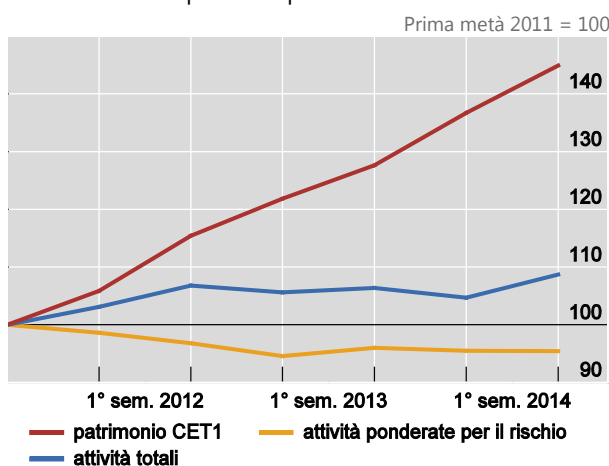
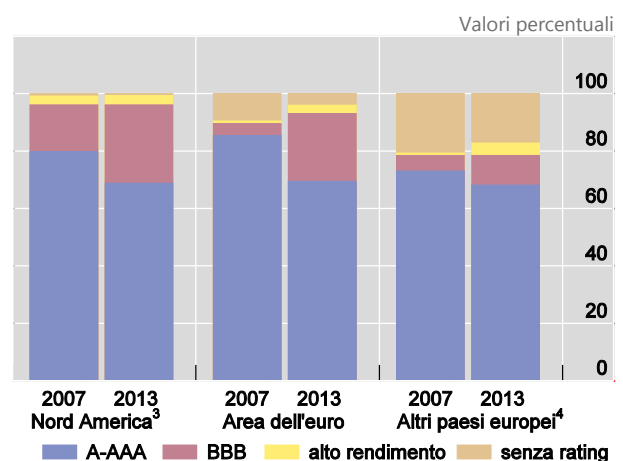
Oggi vorrei concentrarmi su due aspetti specifici. Il primo è cosa significa tutto ciò per i modelli di business caratteristici del settore finanziario; il secondo aspetto riguarda le implicazioni per i rischi di liquidità e di mercato.

Un livello molto basso dei tassi di interesse per un periodo di tempo prolungato può provocare danni alla funzione di intermediazione delle banche. Esso mina la redditività della trasformazione delle scadenze e dell'erogazione di credito a lungo termine, ed erode il valore del franchise dell'attività bancaria al dettaglio.

L'aspetto positivo è che le grandi banche internazionali si trovano oggi in condizioni più solide, poiché i profitti realizzati hanno accresciuto i coefficienti patrimoniali. Il Common Equity Tier 1 è aumentato del 45% fra il 2011 e il 2014 (grafico 3, diagramma di sinistra). Quello meno positivo è che le banche devono ancora riguadagnare appieno la fiducia del mercato. I rapporti fra capitalizzazione di mercato e valore contabile delle grandi banche delle economie avanzate si aggirano ancora intorno a 1, ossia la metà, se non addirittura meno della metà, di quelli delle società non finanziarie. Il basso livello delle valutazioni potrebbe riflettere le incertezze circa i modelli di business, comprese le implicazioni di curve dei rendimenti molto basse e piatte per lungo tempo.

### Crescono il patrimonio delle banche e la rischiosità degli attivi delle società di assicurazione

Grafico 3

Evoluzione delle posizioni patrimoniali delle banche<sup>1</sup>Rischio di credito<sup>2</sup>

<sup>1</sup> In base alle definizioni di Basilea 3. Banche con operatività internazionale aventi un patrimonio Tier 1 superiore a €3 miliardi; CET1 = Core Equity Tier 1. <sup>2</sup> Investimenti delle compagnie di assicurazione in base al rating, in percentuale dei titoli con rischio di credito. <sup>3</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>4</sup> Danimarca, Norvegia, Regno Unito e Svizzera.

Fonti: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basel III Monitoring Report*; SNL; elaborazioni BRI.



Inoltre, sono aumentate le esposizioni delle banche al rischio di tasso di interesse e al rischio di credito. La gestione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal livello persistentemente basso dei tassi e il mantenimento della sensibilità al rischio sono quindi una priorità per questi istituti. Le autorità di regolamentazione e di vigilanza sono consapevoli di tali rischi. La presenza di adeguati presidi contro i rischi di tasso di interesse nel portafoglio bancario riveste particolare importanza.

L'impatto sulle compagnie di assicurazione nel ramo vita e sui fondi pensione è ancora maggiore se si considera la scadenza lunghissima delle loro passività. Di fronte alla dilatazione del valore del passivo e al calo dei rendimenti, le compagnie di assicurazione si sono avventurate nel perseguimento di nuove strategie di investimento, più rischiose. Nei portafogli di investimento delle società nordamericane ed europee la quota di obbligazioni con rating inferiore ad A è salita dal 20 al 30% circa fra il 2007 e il 2013 (grafico 3, diagramma di destra). Sempre più spesso queste compagnie hanno anche scaricato i rischi sulla clientela. Ciò nonostante, le pressioni sulla loro solidità finanziaria potrebbero continuare.

Le condizioni dei mercati finanziari, insieme ai cambiamenti demografici, hanno messo in difficoltà i fondi pensione. Gli indici della provvista si sono deteriorati rispetto ai livelli pre-crisi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Per i fondi pensione e le società di grandi dimensioni, ad esempio, l'indice della provvista si collocava intorno all'80% a fine 2014. I fondi pensione hanno fatto fronte a questi ammanchi mediante strategie di investimento più aggressive, riducendo l'esposizione ai rischi tradizionali e ricorrendo massicciamente a investimenti alternativi.

Il problema dell'invecchiamento della popolazione è tuttavia più profondo. Aumentando il numero di quanti si preoccupano per la pensione, i bassi rendimenti dei risparmi e il trasferimento dei rischi di investimento alle famiglie potrebbero accrescere il risparmio a fini precauzionali e indebolire i consumi. Analogamente, i deficit di finanziamento dei piani pensionistici aziendali potrebbero agire sulle imprese alla stregua di un eccesso di debito, vincolando la loro capacità di effettuare nuovi investimenti. Questi mutamenti comportamentali potrebbero mettere in questione il modo in cui tradizionalmente concepiamo le relazioni economiche, e richiedere un'analisi più attenta.

L'altro aspetto che vorrei sottolineare è il cambiamento dei canali di intermediazione finanziaria. I mercati dei capitali e gli asset manager stanno assumendo sempre più importanza. Le attività globali in gestione, pari a \$75 000 miliardi nel 2013, sono più che raddoppiate nel giro di un decennio. Il settore presenta inoltre un'elevata concentrazione: le prime 20 società di asset management gestiscono il 40% delle attività totali.

Nel contesto di una diffusa caccia al rendimento da parte degli investitori meritano particolare attenzione i rischi collegati alla liquidità di mercato. Gli episodi di volatilità verificatisi lo scorso anno hanno sottolineato la fragilità della liquidità del mercato. La regolamentazione ha cercato di sostenere migliori pratiche di determinazione del prezzo e di gestione dei rischi di liquidità. Ma le consistenze di debito sono aumentate e i volumi di contrattazione diminuiti. Evitare l'illusione di liquidità e rafforzare la resilienza degli operatori di mercato agli shock di liquidità ridurrebbe la stessa probabilità che tali shock pregiudichino la liquidità a livello di sistema. Le autorità possono altresì incentivare il mantenimento di liquidità, ad esempio incoraggiando prove di stress periodiche, e contribuendo a sfatare la convinzione che un'abbondante liquidità possa essere data per scontata.

Per le autorità questi cambiamenti sollevano almeno due ordini di questioni. In primo luogo, occorre cercare di comprendere quale sia l'effettiva esposizione degli asset manager ai rischi di liquidità e di mercato. In particolare, alcune prassi potrebbero dare luogo a comportamenti compatibili con un alto grado di leva anche se la leva finanziaria, sotto forma di indebitamento, potrebbe essere relativamente contenuta. La domanda è se e in che misura le dinamiche che ne risultano possano creare problemi di liquidità a livello di sistema. In secondo luogo, occorre capire esattamente quali risultati si possano ottenere con le sole politiche – micro o macro – prudenziali: le



implicazioni di tassi di interesse così bassi per così lungo tempo sono troppo pervasive e si estendono a un ampio ventaglio di mercati e istituzioni.

## Il sistema monetario e finanziario internazionale ha una macchia cieca

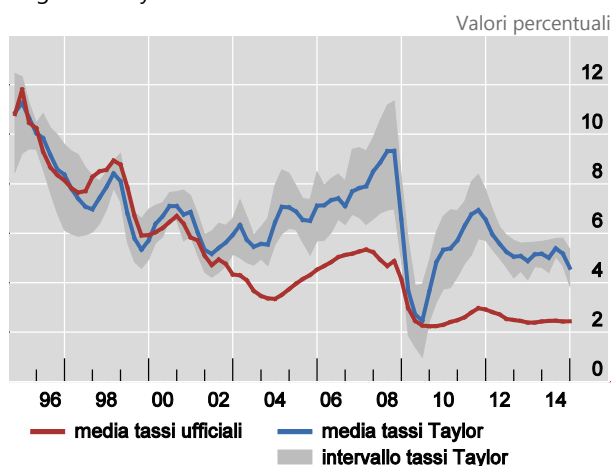
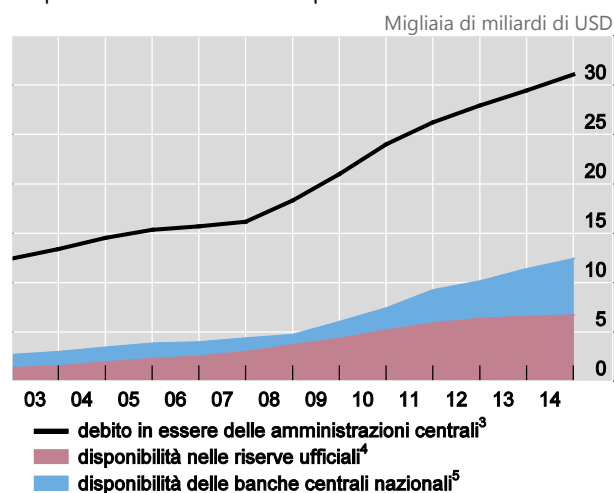
Il quarto e ultimo tema su cui vorrei soffermarmi si riferisce alle carenze del sistema monetario e finanziario internazionale, e al rischio di effetti di propagazione e retroazione.

L'apprezzamento del dollaro USA durante lo scorso anno è uno dei segni più evidenti dell'evoluzione dei processi globali di aggiustamento. Esso incorpora alcuni dei meccanismi alla base degli effetti di contagio internazionali.

Un primo aspetto riguarda l'interazione fra i regimi monetari. Le politiche monetarie delle principali economie influiscono sulle condizioni finanziarie del resto del mondo in maniera diretta, poiché le valute maggiori – prima fra tutte il dollaro USA – sono diffusamente impiegate su scala mondiale. Ma anche in maniera indiretta, ogniqualvolta i paesi contrastano un apprezzamento indesiderato del loro tasso di cambio. Di conseguenza, a livello mondiale i tassi ufficiali vengono mantenuti su valori più bassi di quelli che suggerirebbero i parametri standard (grafico 4, diagramma di sinistra).

### Gli effetti di propagazione comprimono i tassi di interesse

Grafico 4

Regola di Taylor: mondo<sup>1</sup>Disponibilità ufficiali di titoli pubblici<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Media ponderata in base alle PPA del 2005. Per maggiori dettagli, cfr. BRI, 85<sup>a</sup> *Relazione annuale*, grafico V.3. <sup>2</sup> Per area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; nel caso di area dell'euro, Giappone e Regno Unito, le disponibilità sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio costanti di fine 2014. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, totale dei titoli del Tesoro negoziabili, escluso il debito delle agenzie federali. <sup>4</sup> Per le riserve denominate in euro e yen, si ipotizza che l'80% sia costituito da titoli pubblici; per le riserve denominate in dollari, dati del sistema statunitense Treasury International Capital; per le riserve denominate in sterline, disponibilità delle banche centrali estere. <sup>5</sup> Per l'area dell'euro, titoli di debito delle amministrazioni pubbliche detenuti dalle banche centrali nazionali e disponibilità della BCE nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari.

Fonti: BCE; dati della Bank of Japan sui flussi di fondi; dati della Federal Reserve sui flussi di fondi; FMI, *International Financial Statistics*, *World Economic Outlook* e COFER; Debt Management Office del Regno Unito; Department of the Treasury statunitense; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.



Ma c'è di più. Qualora i paesi ricorrano a interventi nei mercati dei cambi, i rendimenti obbligazionari internazionali vengono ulteriormente compressi nel momento in cui i proventi degli interventi sono investiti in strumenti denominati nelle valute di riserva. Le banche centrali e altre autorità ufficiali detengono oggi il 40% circa dello stock di titoli pubblici denominati nelle principali valute di riserva. Ciò accresce la sensibilità dei mercati obbligazionari mondiali alle decisioni delle banche centrali (grafico 4, diagramma di destra).

L'altro aspetto riguarda l'interazione fra i regimi finanziari. I capitali circolano liberamente fra monete e paesi diversi. Ciò ha dato luogo a ondate di distensione delle condizioni di finanziamento nei mercati internazionali. In più occasioni abbiamo parlato del concetto di "liquidità globale". Hyun Shin approfondirà a breve nella sua presentazione queste interazioni finanziarie e la necessità di tenere conto degli effetti di propagazione e di retroazione.

Un'importante linea di difesa è costituita da tassi di cambio flessibili, nonché da fondamentali solidi, politiche macroeconomiche sane e mercati finanziari spessi e resilienti. Ma tassi di cambio flessibili non possono isolare completamente i paesi dall'impatto internazionale delle politiche monetarie nelle economie maggiori. Né possono proteggerle completamente dai fattori comuni internazionali che sempre più stanno giocando un ruolo di rilievo per le condizioni finanziarie interne, come i cambiamenti nell'avversione al rischio dei grandi asset manager.

La situazione attuale testimonia dell'esistenza di una macchia cieca nel funzionamento del sistema monetario e finanziario internazionale. Il sistema non è in grado di contenere la formazione o la trasmissione degli squilibri finanziari internazionali. In sostanza, questo elemento di instabilità intrinseca riflette la combinazione di politiche troppo orientate sull'interno in un mondo di flussi di capitali liberi.

A questo proposito una questione specifica è la possibilità che si sottostimi l'entità dei potenziali effetti di retroazione, provenienti in particolare dalle economie emergenti, che oggi creano la metà del prodotto mondiale misurato in termini di parità di potere d'acquisto. Ai prenditori di queste economie è riconducibile il 20% delle esposizioni estere delle banche nelle statistiche bancarie BRI, e il 14% del totale dei titoli di debito in essere. Si tratta di quote molto significative.

Che fare dunque? Un primo passo consisterebbe nel tenere conto in modo più completo dei fattori finanziari nei quadri di riferimento delle politiche interne. Ciò dovrebbe contribuire a ridurre i possibili effetti di propagazione alla fonte.

Vi sono però buoni motivi per spingersi oltre, cercando di internalizzare meglio gli effetti di propagazione e di retroazione internazionali nonché l'interazione fra le politiche. Questo passo è molto più complesso, poiché dobbiamo ancora elaborare un quadro di riferimento analitico che ci consenta di integrare adeguatamente questi fattori nella politica monetaria.

E vi è sicuramente spazio per una maggiore cooperazione internazionale, intesa non come coordinamento formale delle decisioni di policy – non è questo il punto – bensì come condivisione delle informazioni e raggiungimento di un'intesa comune sulle esternalità delle politiche interne e sulle dinamiche di propagazione e di retroazione.

In altre parole, vi sono buoni motivi per agire secondo una logica di autointeresse illuminato. Ciò significa che è bene mantenere la propria casa in ordine, anzi è una priorità. Ma è meglio ancora mantenere in ordine il vicinato, perché in definitiva è per il bene proprio e per quello di tutti.

Al di là dell'autointeresse illuminato, vi è naturalmente la questione dell'opportunità di elaborare nuove regole globali del gioco per instillare ulteriore disciplina nelle politiche nazionali. Ma ne parleremo magari un'altra volta.





## Conclusioni

Mi appresto a concludere. Non dovremmo accettare il livello insolitamente basso dei tassi di interesse come la nuova normalità, se non vogliamo correre il rischio di avvalorare l'idea che essi siano l'unico modo di affrontare le sfide attuali. Così facendo si potrebbe cronicizzare la debolezza e rendere ancora più difficile una normalizzazione e, cosa non meno importante, si ridurrebbe lo spazio di manovra a disposizione delle autorità in caso di nuovi shock.

Vi sono invece buoni motivi per adottare una prospettiva nuova, di più lungo periodo, macrofinanziaria e globale. Essa paleserebbe con maggiore evidenza i costi dell'attuale mix sbilanciato di politiche economiche. Se non si affrontano di petto i problemi di fondo, si possono ottenere alcuni vantaggi di breve periodo, ma al prezzo di danni a lungo termine, sotto forma di distorsioni allocative, cicli dannosi di boom e bust finanziari, un settore finanziario più debole, e un aggravio delle falle del sistema monetario e finanziario internazionale.

Tutto ciò significa porre maggiore enfasi su riforme che rimuovano gli ostacoli alla crescita, favoriscano una riallocazione efficiente delle risorse e ripristinino la crescita della produttività. Questo permetterebbe anche di alleggerire l'onere per la politica monetaria e di spianare la strada verso un risoluto processo di normalizzazione.

Mi si consenta un'ultima osservazione sulle lacune delle nostre conoscenze delle dinamiche dei mercati finanziari e della loro interazione con l'economia reale. Se vogliamo adottare questa prospettiva di più lungo periodo, macrofinanziaria e globale, dobbiamo migliorare ulteriormente gli strumenti analitici a nostra disposizione: per comprendere meglio l'interazione fra regimi monetari e finanziari domestici; per essere pienamente consapevoli delle conseguenze desiderate e indesiderate delle politiche nazionali; e quindi, in definitiva, per migliorare i quadri di riferimento delle nostre politiche.