



È ora di accendere tutti i motori

Discorso di Agustín Carstens
Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
in Basilea, domenica 30 giugno 2019

Signore, Signori,

desidero darvi il mio più caloroso benvenuto alla presentazione della Relazione economica annuale BRI. Il tema centrale di quest'anno è come tracciare una rotta verso cieli economici sereni. Le mie dichiarazioni si concentreranno sullo stato attuale dell'economia mondiale, sulle prospettive e sui rischi e, soprattutto, sulla necessità di raggiungere un maggior equilibrio tra le politiche.

Dopo un decennio di politiche monetarie straordinariamente accomodanti che hanno contribuito alla ripresa economica mondiale, dall'anno scorso si osserva un rallentamento del ritmo dell'espansione. Sebbene le prospettive a breve termine siano ancora positive, all'orizzonte vi sono molte vulnerabilità. Affinché l'economia mondiale continui a dirigersi verso cieli sereni, è necessario che le altre politiche giochino un ruolo più rilevante e che le autorità assumano una prospettiva più a lungo termine. In particolare, dobbiamo raggiungere un maggiore equilibrio tra la politica monetaria, le politiche di bilancio e macroprudenziali e le riforme strutturali. E navigare verso cieli sereni significa equilibrare velocità e stabilità e tenere da parte delle risorse per affrontare possibili venti contrari. Ciò vale ancora di più se si considerano le numerose incertezze e i rischi a cui ci troviamo di fronte oggi.

L'economia mondiale è in crescita ma permangono rischi e vulnerabilità

Inizierò con una sintesi degli andamenti economici dell'anno trascorso e con delle osservazioni sulle prospettive future.

L'economia mondiale ha registrato un evidente rallentamento negli ultimi 12 mesi. Questa perdita di slancio era in parte prevedibile. Nel 2017 l'espansione mondiale era ben al di sopra dei suoi livelli potenziali, e l'economia non poteva che decelerare. Tuttavia, una parte di questo rallentamento è giunta inaspettata ed è imputabile a numerosi ostacoli che hanno contribuito a indebolire ulteriormente il commercio e il settore manifatturiero.

Uno di questi ostacoli è costituito dalle tensioni commerciali in corso e dalle conseguenti incertezze sul futuro del sistema multilaterale di scambi commerciali mondiale, che incidono negativamente sull'economia mondiale. Oltre a gettare un'ombra sulla domanda futura e sulle prospettive di investimento, le tensioni commerciali sollevano questioni relative alla solidità delle catene di approvvigionamento esistenti e al futuro del sistema commerciale mondiale. Vale la pena ripeterlo: le guerre commerciali non hanno vincitori.



Un altro ostacolo riguarda l'andamento dell'economia in Cina, dove le autorità si sforzano di portare avanti la più che necessaria riduzione della leva finanziaria dell'economia allo scopo di rendere la crescita più sostenibile. Date le profonde interconnessioni della Cina nell'economia mondiale, il rallentamento si è rapidamente esteso a tutto il mondo. Anche in questo caso, le catene di valore mondiali hanno agito come potenti canali di trasmissione.

Alcuni segnali fanno ancora sperare, relativamente, per le prospettive a breve termine. Il settore terziario ha tenuto, e la crescita vigorosa e ininterrotta dell'occupazione e il solido incremento dei salari hanno sospinto i consumi. In molte delle principali economie epicentro della Grande Crisi Finanziaria, le condizioni creditizie e finanziarie stanno ancora sostenendo l'attività economica, specie negli Stati Uniti. E, grazie alle riforme post-crisi, la capitalizzazione della gran parte del settore bancario si è di gran lunga rafforzata.

Negli ultimi mesi, le banche centrali sono intervenute per sostenere il dinamismo economico, adattando i loro orientamenti di politica monetaria in funzione dei nuovi dati. L'inflazione è rimasta alquanto contenuta nonostante molte economie operino a livello, o al di sopra, delle stime standard di crescita potenziale e registrino minimi storici di disoccupazione.

Tuttavia alcuni fattori gravano sulla crescita. Il rallentamento sembra essersi accentuato e diffuso rispetto a quando la Relazione è andata in stampa. Vi sono segnali di un indebolimento di consumi e investimenti. Ed esistono rischi significativi a breve termine. In particolare, le tensioni commerciali che hanno contribuito al rallentamento potrebbero riaccendersi. Altre minacce sono costituite dai rischi di economia politica in alcuni paesi. Il processo di riduzione della leva finanziaria in Cina è ancora in atto. E, se l'esperienza non ci inganna, la fase di contrazione del ciclo finanziario in corso in molti paesi costituirà probabilmente un freno alla crescita mondiale.

È importante sottolineare che, dopo il lungo periodo di allentamento delle condizioni finanziarie, si sono costituite molte vulnerabilità che potrebbero portare fuori strada l'economia mondiale.

Una di queste vulnerabilità è costituita dall'elevato indebitamento delle famiglie in molte economie avanzate, in particolare in quelle non direttamente colpite dalla Grande Crisi Finanziaria. Questi livelli di debito storicamente elevati riducono la possibilità per le famiglie di dare un impulso all'attività economica.

Un'altra vulnerabilità è costituita da chiari segnali di surriscaldamento del settore societario in alcuni paesi avanzati. Dopo una crescita sostenuta, il mercato dei prestiti leveraged ha attualmente una portata pari a circa 3 000 miliardi di dollari USA, comparabile a quella del mercato delle collateralised debt obligation (CDO), responsabili di aver amplificato la crisi dei subprime. La diffusione di prodotti strutturati come le CDO è diventata più massiccia. Gli standard creditizi si sono deteriorati sulla scia della maggiore ricerca di rendimento da parte degli investitori. Se il settore dei prestiti leveraged dovesse indebolirsi, il sistema bancario e altri segmenti del sistema finanziario che detengono prestiti leveraged e CDO potrebbero fungere da canali di amplificazione dell'impatto economico. Potrebbero verificarsi bruschi aggiustamenti dei prezzi e tensioni dal lato della provvista. Questi rischi dovrebbero essere considerati nel contesto più ampio del deterioramento della qualità creditizia e dell'elevato livello di debito del settore societario in numerose economie avanzate.

Gli alti livelli di debito rivelano anche vulnerabilità in diverse economie emergenti (EME). Se in alcuni casi esse riguardano il settore delle famiglie, il più delle volte incidono sul settore societario, non da ultimo per via della crescita marcata del debito in valuta estera dalla crisi. Le attuali vulnerabilità riflettono in parte gli effetti di propagazione del protrarsi delle politiche monetarie accomodanti, in quanto le EME sono particolarmente sensibili alle inversioni di rotta dei flussi di capitale e alle oscillazioni dei tassi di cambio. Nel Capitolo 2 della Relazione, osserviamo come le EME abbiano cercato di far fronte a questa maggiore sensibilità adottando pratiche di politica monetaria che hanno, per alcuni aspetti, superato la teoria. Piuttosto che ancorarsi rigidamente a un obiettivo di inflazione con tassi di cambio a fluttuazione



libera, hanno operato, a livelli diversi, interventi valutari e hanno fatto un uso attivo di misure macroprudenziali. Questa combinazione ha permesso di raggiungere, non con poche difficoltà, un certo livello di libertà per una migliore garanzia della stabilità dei prezzi, delle condizioni macroeconomiche e finanziarie. Nonostante questo, sarebbe un errore sottovalutare le difficoltà a venire.

Al di là delle differenze tra i paesi, e nonostante la maggiore capitalizzazione rispetto al periodo precedente alla crisi, le banche di numerose giurisdizioni devono affrontare sfide relative alla redditività. Gli utili sono la prima linea di difesa contro le perdite e, essendo di gran lunga la principale fonte di capitale, essi costituiscono le fondamenta della capacità del settore bancario di concedere prestiti e sostenere l'economia. Prospettive di bassa redditività si traducono in valutazioni bancarie molto basse. Molte banche non sono ancora riuscite a risanare completamente i loro bilanci, nonché ad adattare i loro modelli di business. L'emergere delle bigtech come concorrenti, oggetto del Capitolo 3 della Relazione, si aggiunge alle sfide che il settore bancario deve affrontare.

Sebbene non rappresentino ancora un chiaro rischio per la stabilità finanziaria mondiale, queste vulnerabilità possono essere una minaccia per la sostenibilità dell'espansione economica, soprattutto in un contesto in cui il debito complessivo – privato e pubblico – è molto elevato rispetto agli standard storici ed è aumentato ulteriormente negli ultimi anni. Vi sono quindi molte probabilità che il cammino per l'economia mondiale continui a essere accidentato. È opportuno tenere le cinture di sicurezza allacciate, ma non basta. Per compiere progressi costanti in direzione di cieli economici sereni, è necessario mantenere una prospettiva a lungo termine appropriata e agire di conseguenza.

Stabilire la rotta verso orizzonti futuri sereni

L'anno scorso le principali banche centrali avevano imboccato la strada verso la normalizzazione, mettendo in atto un inasprimento molto graduale e anticipato in considerazione della solidità della crescita mondiale. Ma con l'indebolimento del commercio mondiale e il crollo dei mercati finanziari, la normalizzazione è stata sospesa. I mercati finanziari si sono ripresi velocemente. Si sono verificati nuovi shock e le politiche si sono nuovamente adeguate. Questi eventi hanno dimostrato quanto sia difficile proseguire lungo il cammino della normalizzazione, considerata la forte sensibilità dei mercati ai segnali di inasprimento della politica monetaria. Ma le decisioni degli ultimi mesi hanno anche mostrato che le banche centrali possono essere agili e rispondere velocemente agli eventi nel perseguimento del loro mandato.

Come dovrebbe reagire la politica monetaria nel caso in cui si verificasse un indebolimento più forte del previsto dell'attività economica? Sebbene il margine di manovra della politica monetaria della maggior parte delle economie sia ancora ampio, le banche centrali, nel processo di aggiustamento, devono considerare le vulnerabilità che le loro azioni immediate potrebbero creare. L'entità degli aggiustamenti necessari nel breve termine dipende da come vengono considerate le possibilità di delicate azioni di ribilanciamento intertemporali.

Queste azioni di ribilanciamento possono rendersi necessarie in quelle situazioni in cui le azioni di politica hanno chiari effetti benefici nel breve termine ma potrebbero, allo stesso tempo, amplificare il rischio di effetti non graditi nel lungo termine. Per la politica monetaria, questi trade-off potenziali diventano più evidenti quando vi è la necessità di riguadagnare margine di manovra, quando l'inflazione rimane ostinatamente inferiore agli obiettivi nonostante le economie operino in regime di pieno utilizzo delle capacità, quando la crescita mostra segni di indebolimento e quando le vulnerabilità, finanziarie si sono accumulate. Le banche centrali sono totalmente consapevoli della necessità di trovare un equilibrio. Ovviamente c'è bisogno di una buona dose di capacità di giudizio. Ecco perché le decisioni possono variare a seconda dei paesi e delle circostanze. Permettetemi di dilungarmi sulle condizioni di questi potenziali trade-off.



Gli argomenti a favore di un approccio più graduale sono chiari. La stabilità dei prezzi – la principale missione delle banche centrali – corrobora in modo naturale la necessità del protrarsi dell'accomodamento, o di un ulteriore allentamento, dato che l'inflazione si trova a livelli inferiori agli obiettivi. Strettamente legato a ciò, vi è il bisogno di riportare le aspettative di inflazione verso gli obiettivi. Questo approccio è ancora più opportuno nel caso in cui i mercati finanziari appaiano fragili, come alla fine dell'anno scorso, e incidano quindi negativamente sull'economia. Quanto maggiori sono le incertezze sulle condizioni del sistema finanziario e sui fattori macroeconomici, tanto più è necessaria una strategia più graduale.

Allo stesso tempo, i benefici di tale strategia potrebbero essere accompagnati, nel futuro, da costi e da una diminuzione dello spazio di manovra della politica monetaria.

I possibili costi emergono principalmente tramite i canali finanziari. Il livello storicamente basso dei tassi di interesse per lungo tempo tende a comprimere i margini del settore bancario, riducendo gli utili e di conseguenza la capacità delle banche di costituire capitale, fondamentale per un'economia produttiva. Condizioni finanziarie molto accomodanti potrebbero sospingere la crescita nel breve termine ma potrebbero anche generare ulteriori vulnerabilità. E tassi persistentemente bassi potrebbero compromettere l'efficace allocazione di risorse e la produttività.

In queste circostanze, in futuro lo spazio di manovra della politica monetaria potrebbe ridursi per due ragioni. Mentre la normalizzazione, a meno che non porti a un rallentamento dell'attività economica, aumenterebbe il margine della politica monetaria, un approccio più graduale ridurrebbe questo spazio automaticamente. Più precisamente, gli effetti collaterali di politiche molto accomodanti potrebbero svigorire la capacità dell'economia di resistere all'aumento dei tassi, rendendo la normalizzazione più difficile.

Queste considerazioni evidenziano l'arduo atto di equilibrio che le banche centrali devono compiere. Il rischio di una decelerazione o di uno stallo deve essere bilanciato con quello di un esaurimento troppo rapido di tutte le risorse. Più in generale, queste considerazioni sottolineano il fatto che la politica monetaria non può essere il motore di una crescita economica più sostenibile. In termini più realistici, deve essere considerata piuttosto come un sostegno.

Affinché i cieli si rasserenino, vi è una forte necessità di una combinazione più equilibrata di politiche. Non è possibile procedere con un solo motore; bisogna accenderli tutti e quattro. L'andamento dell'economia continua a fare affidamento sul supporto straordinario delle banche centrali, sebbene la crescita mondiale sia ancora solida. Dobbiamo quindi raggiungere un maggiore equilibrio tra la politica monetaria, le politiche di bilancio e macroprudenziali e le riforme strutturali.

I governi possono venire in aiuto qualora vi sia margine di manovra. Fattori come i livelli del debito pubblico e privato influenzeranno le decisioni sull'uso o no delle politiche di bilancio e sull'equilibrio adeguato con la politica monetaria. Quando il contesto lo richiede, la politica di bilancio dovrebbe essere usata giudiziosamente per sospingere una crescita sostenibile sostenendo la domanda aggregata con espansioni mirate e temporanee. Per farlo, è importante evitare la trappola delle politiche procicliche. E spesso è meglio intraprendere riforme di bilancio strutturali come la riduzione della pensione dei sistemi tributari a favore del debito e il rafforzamento degli stabilizzatori automatici.

Anche le misure macroprudenziali possono venire in aiuto, fornendo un certo livello di libertà per meglio conciliare gli obiettivi di stabilità dei prezzi, dei fattori macroeconomici e delle condizioni finanziarie a medio termine, come osservato nel Capitolo 2 nel caso delle EME.

Le riforme strutturali sono essenziali. Per quanto sia difficile in termini politici, è necessario ravvivare gli sforzi per attuare politiche strutturali volte a sostenere la crescita. Oggi, le politiche mirate all'adattamento delle economie ai rapidi cambiamenti tecnologici e strutturali sono particolarmente importanti. La risposta della regolamentazione all'ingresso delle bigtech nel settore finanziario, oggetto dell'analisi del Capitolo 3 della Relazione, ne è un esempio.



Possiamo scorgere all'orizzonte cieli più sereni ma non li abbiamo ancora raggiunti. Esistono molti rischi e vulnerabilità e l'incertezza politica è forte. Il percorso verso la normalizzazione ha subito qualche deviazione. Un cammino sostenibile richiede l'impegno totale e duraturo di tutti e quattro i motori costituiti dalle politiche, anziché cariche turbo a breve termine. Assumendo una prospettiva più a lungo termine, possiamo bilanciare meglio i bisogni attuali con quelli futuri.

Passo ora la parola a Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e a Hyun Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, che si soffermeranno sui capitoli speciali.