

**L'INFLAZIONE
NEI DOCUMENTI
UFFICIALI DELLA
BANCA CENTRALE
EUROPEA
E DELLA
BANCA DEI
REGOLAMENTI
INTERNAZIONALI**

Luglio 2023



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 4 / 2023



3 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione si è collocata al 6,1 per cento a maggio 2023, tornando sul profilo discendente intrapreso a ottobre 2022.

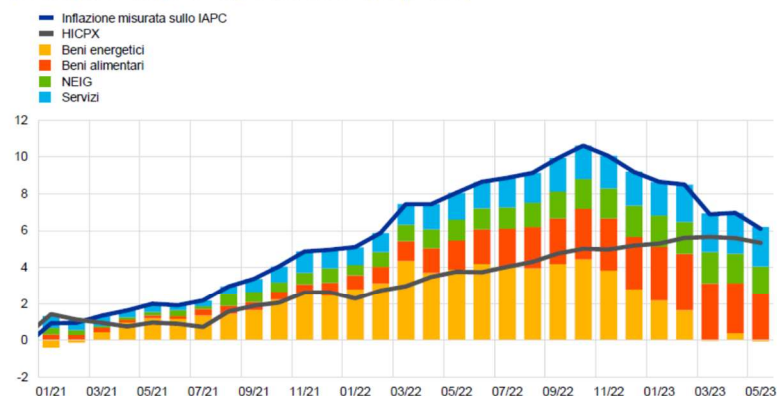
Alla diminuzione dell'inflazione complessiva hanno contribuito tutte le principali componenti, ovvero quella energetica, alimentare, dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) e dei servizi. Le pressioni sui prezzi si sono mantenute forti, ma si sono manifestati alcuni timidi segnali di attenuazione, per il graduale venire meno degli effetti derivanti dai costi elevati dell'energia, dalle strozzature dal lato dell'offerta e dalla riapertura dell'attività economica. Le pressioni salariali sono divenute una fonte di inflazione di rilevanza crescente, mentre i profitti si sono mantenuti relativamente alti in settori con squilibri tra offerta e domanda. Gli ultimi dati disponibili per gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno mostrato timidi segnali di stabilizzazione, pur confermandosi su livelli elevati. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sia mantenuta intorno al 2 per cento, alcuni indicatori sono rimasti alti e richiedono un continuo monitoraggio. Le proiezioni macroeconomiche elaborate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva continui la sua tendenza al ribasso, collocandosi su una media del 5,4 per cento nel 2023, del 3,0 nel 2024 e del 2,2 nel 2025.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 6,1 per cento a maggio, riprendendo il percorso di correzione intrapreso in precedenza, dopo un lieve aumento al 7,0 per cento registrato ad aprile, dovuto a un effetto base al rialzo nei prezzi dell'energia (cfr. il grafico 10). Il calo osservato a maggio è stato determinato dalla diminuzione dei tassi di inflazione di tutte le principali componenti dello IAPC (energetica, alimentare, dei beni industriali non energetici e dei servizi). A maggio l'inflazione dell'energia è diminuita al -1,7 per cento, riprendendo così la tendenza al ribasso, dopo essere aumentata al 2,4 per cento ad aprile, dopo il -0,9 di marzo. Il calo complessivo della componente energetica verificatosi negli ultimi mesi è riconducibile alla flessione dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità. L'inflazione dei beni alimentari ha continuato a decrescere, passando dal 13,5 per cento osservato ad aprile al 12,5 di maggio, per effetto dei minori tassi dei beni alimentari sia freschi sia trasformati. Ciò è in linea con la moderazione delle pressioni inflazionistiche, al venir meno degli effetti indiretti degli shock legati all'energia e ad altri costi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è collocata al 5,3 per cento, dal 5,6 ad aprile, diminuendo, pertanto, per il secondo mese consecutivo. Tale flessione è riconducibile ai minori tassi di inflazione sia per i servizi sia per i beni industriali non energetici. L'inflazione di questi ultimi è scesa ulteriormente, dal 6,2 per cento di aprile al 5,8 segnato a maggio, probabilmente per effetto, in larga misura, dell'allentamento delle pressioni al rialzo osservate in passato, dovute alle strozzature dal lato dell'offerta e agli shock dei costi dell'energia. Un altro potenziale fattore alla base di tale diminuzione consiste nel riorientamento della domanda dai beni ai servizi, avvenuto dopo la pandemia. Anche l'inflazione dei servizi si è lievemente ridotta a maggio, al 5,0 per cento, rispetto al 5,2 di aprile.

Grafico 10

Inflazione complessiva e relative componenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)

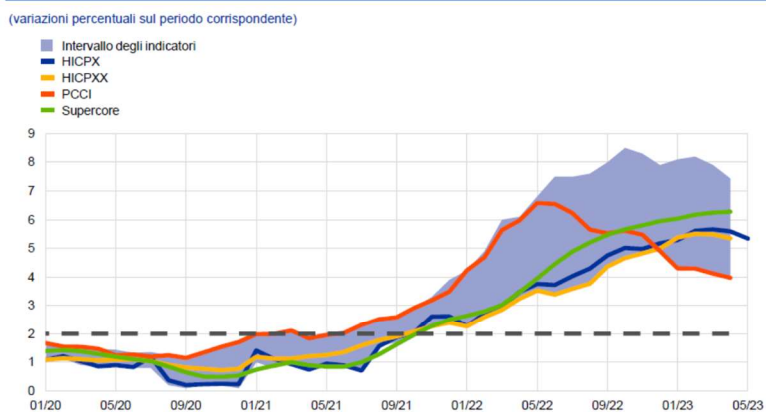


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 (stime preliminari).

La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro mostra timidi segnali di stabilizzazione, pur mantenendosi su livelli elevati, in presenza di un'incertezza ancora forte (cfr. il grafico 11). In base agli ultimi dati disponibili, ad aprile la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha mostrato una lieve flessione nei relativi tassi di crescita sui dodici mesi. Inoltre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici ha subito un'ulteriore diminuzione a maggio, al 5,3 per cento, secondo la stima preliminare, supportando le attese relative al manifestarsi di un profilo discendente dell'inflazione di fondo. Rispetto al mese precedente, gli unici indicatori dell'inflazione di fondo a mostrarsi ancora in rialzo ad aprile sono stati il Supercore (che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico) e l'indicatore dell'inflazione interna (che esclude le componenti con un elevato contenuto di importazioni). Ciò indica la prevalenza di alcune più persistenti pressioni interne sui prezzi. I tassi dell'inflazione di fondo sono quindi rimasti elevati, unitamente a un certo ritardo nella trasmissione dei precedenti shock legati ai costi dell'energia e alle catene di approvvigionamento. L'intervallo degli indicatori monitorati si è ristretto ad aprile, ma è rimasto ampio in termini storici, segnalando il permanere di un'elevata incertezza.

Grafico 11
Misure dell'inflazione di fondo



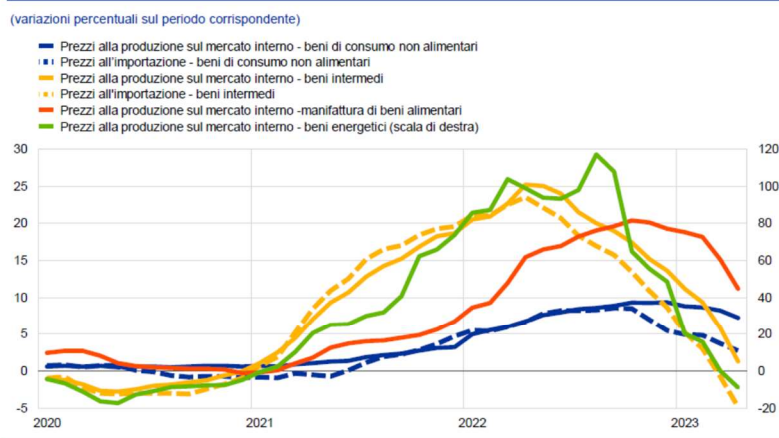
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, HICPX, HICPXX, medie troncate del 10 e del 30 per cento, PCCI e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 (stima preliminare) per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) e ad aprile 2023 per gli altri indicatori.

Le spinte inflazionistiche hanno continuato a perdere intensità, nonostante il permanere di alcuni indicatori su tassi elevati in termini storici, principalmente agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 12).

Ad aprile si è continuato a osservare un sostanziale calo delle pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi: alla produzione, i beni intermedi venduti sul mercato interno hanno visto le proprie quotazioni diminuire all'1,3 per cento, dal 5,8 di marzo. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è divenuto più negativo, passando dal -0,8 per cento a marzo al -4,8 ad aprile, in parte in ragione dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nell'autunno del 2022. Il venir meno dell'impatto degli shock sui prezzi dell'energia si è riflesso anche sull'inflazione alla produzione di tali beni, che ad aprile è entrata in territorio negativo. Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione sul mercato interno di beni di consumo non alimentari ha subito un'ulteriore flessione, dall'8,2 al 7,2 per cento tra marzo e aprile, pur confermandosi su livelli considerevolmente elevati. Nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è diminuito dal 3,7 al 2,8 per cento. Il perdurante allentamento delle pressioni inflazionistiche fa ritenere che l'effetto cumulato degli shock pregressi sui prezzi si stia affievolendo. Anche la dinamica dei prezzi alla produzione della componente alimentare è diminuita, con l'inflazione alla produzione dei beni venduti sul mercato interno all'11,2 per cento ad aprile e la serie equivalente dei prezzi all'importazione al 3,5 per cento.

Grafico 12

Indicatori delle pressioni inflazionistiche



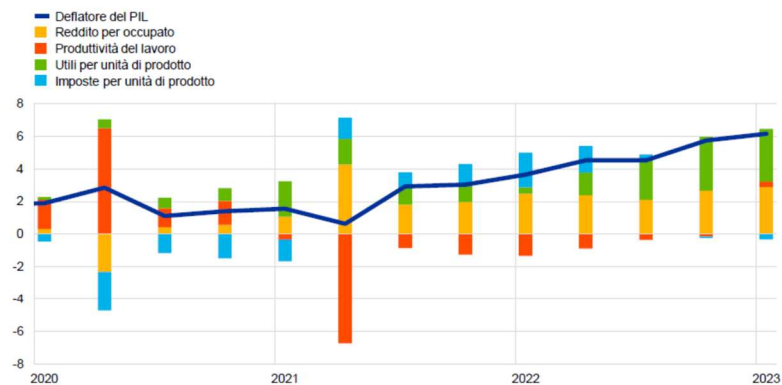
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

Le pressioni derivanti dai costi interni misurate dal deflatore del PIL sono aumentate ulteriormente nel primo trimestre del 2023, per via dei maggiori costi del lavoro e profitti per unità di prodotto (cfr. il grafico 13). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL è salito al 6,2 per cento nel primo trimestre del 2023, dal 5,8 del trimestre precedente, superando pertanto l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici. I profitti e i costi del lavoro per unità di prodotto hanno contribuito ciascuno a circa metà del tasso di crescita totale del deflatore del PIL, mentre le imposte corrispondenti hanno avuto un impatto al ribasso poco rilevante. Il contributo dei profitti unitari al deflatore del PIL si è mantenuto elevato in termini storici³. Ciò implica che gli squilibri tra domanda e offerta in alcuni settori non sono ancora venuti meno del tutto e che le imprese hanno beneficiato di un contesto di determinazione dei prezzi favorevole, in cui i rincari degli input potrebbero trasmettersi ai prezzi di vendita. L'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto è derivato principalmente da un calo della produttività del lavoro, dallo 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2022 al -0,6 nel primo trimestre del 2023. Si è inoltre registrato un contributo positivo dall'aumento della crescita del reddito per occupato, che è cresciuto dal 4,8 al 5,2 per cento nello stesso periodo. Il rafforzamento delle pressioni salariali si è osservato altresì nel tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali, che nel primo trimestre del 2023 è aumentato del 4,3 per cento, rispetto al 3,1 del trimestre precedente. Inoltre, le informazioni prospettive desunte dalle trattative salariali concluse di recente indicano che le pressioni sui salari nominali rimangono forti, soprattutto se si considerano anche i pagamenti *una tantum* prevalenti nei recenti accordi in alcuni paesi dell'area dell'euro.

³ Cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 13
Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

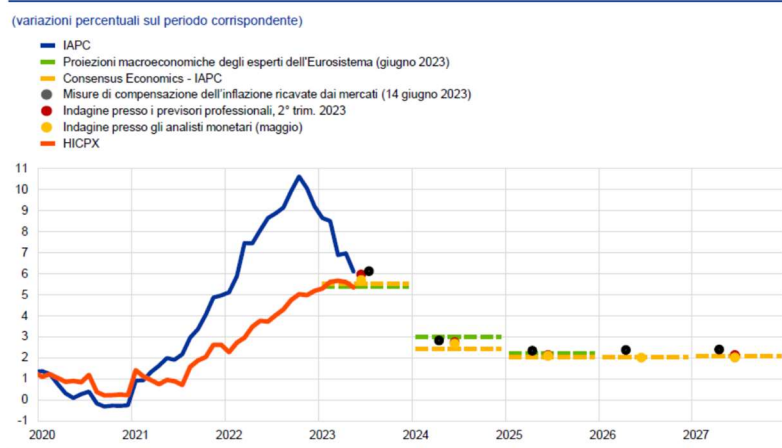
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. Sia il reddito per occupato sia la produttività del lavoro hanno contribuito alle variazioni dei costi del lavoro per unità di prodotto.

Nell'area dell'euro, la maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dalle indagini si è mantenuta su un livello del 2 per cento circa, mentre le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati segnalano un lieve rialzo. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini condotte presso i previsori professionali continuano a collocarsi intorno all'obiettivo del 2 per cento definito dalla BCE. Nella Survey of Professional Forecasters della BCE relativa al secondo trimestre del 2023 le aspettative di inflazione a più lungo termine (che si riferiscono al 2027) non si sono distaccate dal 2,1 per cento, mentre secondo l'edizione di maggio 2023 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), esse sono rimaste invariate rispetto a marzo, al 2 per cento. Nel periodo in esame, terminato a metà giugno, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) hanno registrato un lieve incremento su tutte le scadenze, in un contesto in cui gli operatori di mercato hanno aumentato la propria attenzione circa la possibilità che si manifestino segnali di persistenza della dinamica dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro e altrove. Alla fine di maggio la pubblicazione di dati inferiori alle attese per l'inflazione di fondo e l'inflazione complessiva nell'area dell'euro non ha apportato modifiche sostanziali a tali quotazioni nei mercati a termine. Per le scadenze a breve, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale a metà giugno era pari al 2,3 per cento, collocandosi a un livello superiore di 15 punti base rispetto all'inizio del periodo, a metà marzo. Per il segmento a lungo termine, il periodo in esame è terminato con un aumento anche per il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che al momento oscilla intorno al 2,5 per cento, con un rialzo di quasi 15 punti base. Tuttavia, è importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto tali misure includono premi volti a compensare i rischi di

inflazione. Dal lato dei consumi, secondo l'ultima indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori dello scorso aprile, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva su un orizzonte di tre anni sono diminuite in misura significativa, dal 2,9 al 2,5 per cento, e dal 5,0 al 4,1 per cento su un orizzonte di un anno⁴. Ne è conseguita una sostanziale inversione dell'aumento delle attese dell'inflazione a tre anni osservato a marzo, a indicare che tale temporaneo incremento potrebbe essere attribuito alle incertezze e preoccupazioni circa le turbolenze dei mercati finanziari in Europa.

Grafico 14

Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023* ed elaborazioni della BCE.

Note: la serie relativa alle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le osservazioni si riferiscono al 14 giugno 2023. L'indagine presso i previsori professionali relativa al secondo trimestre del 2023 è stata condotta tra il 31 marzo e il 5 aprile 2023. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate ad aprile 2023, quelle a breve termine a maggio 2023 (per il 2023 e il 2024). I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 31 maggio 2023. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce a maggio 2023 (stima preliminare).

Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva continuerà il suo profilo discendente, collocandosi, in media, al 5,4 per cento nel 2023, al 3,0 nel 2024 e al 2,2 nel 2025 (cfr. il grafico 15). L'inflazione complessiva è in calo da ottobre dello scorso anno, sebbene si stia dimostrando più persistente del previsto, nonostante alcuni primi segnali di allentamento delle pressioni di fondo sui prezzi. Secondo le attese, l'inflazione dei beni energetici dovrebbe divenire sempre più negativa nel 2023, in presenza di un continuo calo dei prezzi delle materie prime energetiche, e l'inflazione dei beni alimentari dovrebbe moderarsi. Insieme all'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, tali fattori dovrebbero deprimere ulteriormente l'inflazione complessiva, al 3,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2023. L'inflazione dovrebbe oscillare intorno a questo livello nel 2024,

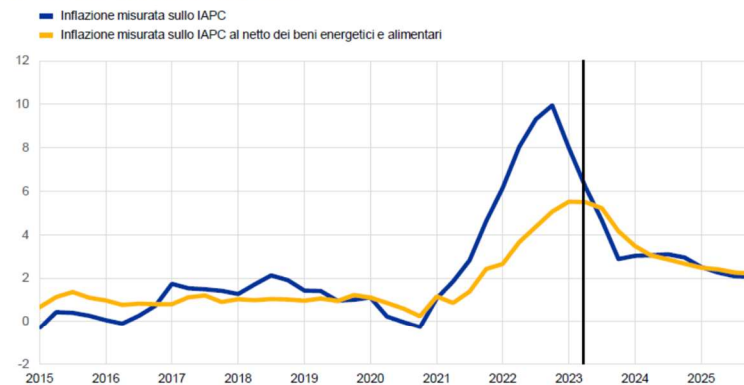
⁴ Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB Consumer Expectations Survey results – August 2023* del 6 giugno 2023.

con l'attesa, graduale revoca delle misure di bilancio, per poi diminuire ulteriormente, con gradualità, nel 2025. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari diminuirà in modo graduale nel corso del 2023, collocandosi in media al 5,1 per cento nel 2023, al 3,0 nel 2024 e al 2,3 nel 2025. Il venir meno dell'impatto delle pressioni inflazionistiche dovrebbe compensare un rafforzamento delle pressioni sul costo del lavoro, giacché la dinamica salariale rimane al di sopra delle medie storiche come conseguenza della compensazione per la perdita di potere d'acquisto e delle condizioni tese nei mercati del lavoro. Una contrazione dei profitti per unità di prodotto dovrebbe attenuare in certa misura la dinamica più vigorosa del costo del lavoro. Nel corso dell'orizzonte temporale di proiezione, il venir meno degli effetti indiretti dei prezzi dell'energia, l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e l'effetto frenante della politica monetaria dovrebbero contribuire a ridurre l'inflazione. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a marzo 2023, il profilo dell'inflazione complessiva è rimasto sostanzialmente invariato, con una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali per ogni anno. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata rivista al rialzo, a causa di risultati imprevisti registrati in passato e di pressioni derivanti dalla crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto.

Grafico 15

Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e sull'HICPX

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*.
 Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2025 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate alla fine di maggio e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 23 maggio 2023. Le serie storiche dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per lo IAPC e annuale per l'HICPX.

Racconto di tre viaggi



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI
Rapporto Economico Annuale
25 giugno 2023

Le banche centrali mantengono la rotta mentre la lotta all'inflazione si fa più dura, afferma la BRI

Comunicato stampa 25 giugno 2023

- Le banche centrali sono determinate a vincere l'inflazione, anche se l'ultimo miglio verso la stabilità dei prezzi potrebbe essere il più impegnativo.
- Esiste un rischio significativo di ulteriore stress finanziario poiché il sistema finanziario si adegua alla fine dei tassi di interesse bassi per lunghi periodi.
- Per salvaguardare la stabilità e la fiducia, la politica monetaria e fiscale deve operare all'interno di una "regione di stabilità".

L'inflazione ha iniziato a diminuire dai massimi pluridecennali quasi ovunque, ma il lavoro delle banche centrali è tutt'altro che finito, ha affermato la Banca dei regolamenti internazionali nel suo rapporto economico di punta. Nonostante il più intenso inasprimento della politica monetaria degli ultimi tempi, l'ultima tappa del viaggio per ripristinare la stabilità dei prezzi sarà la più difficile.

Secondo l'[Annual Economic Report](#) 2023 della BRI, i progressi realizzati finora nella lotta contro l'inflazione devono molto all'allentamento delle catene di approvvigionamento e al calo dei prezzi delle materie prime. Ma i mercati del lavoro sono ancora tesi e la crescita dei prezzi nei servizi si è rivelata più difficile da domare. Esiste un rischio concreto che prenda piede una psicologia dell'inflazione, in cui gli aumenti dei salari e dei prezzi inizino a rafforzarsi a vicenda. Potrebbe essere necessario che i tassi di interesse rimangano più alti più a lungo di quanto il pubblico e gli investitori si aspettino.

Il rapporto analizza i rischi posti dal mix unico di alta inflazione e rischi per la stabilità finanziaria. Le banche centrali stanno inasprendo in un contesto di debito elevato e prezzi delle attività, un retaggio dell'assunzione di rischi nei mercati finanziari quando i tassi di interesse sono rimasti bassi per lungo tempo.

Le chiusure bancarie all'inizio del 2023 sono state l'esempio più eclatante di tali rischi che si materializzano, ma tutt'altro che l'unico. La leva finanziaria nascosta e i disallineamenti di liquidità nel settore finanziario non bancario sono un'altra vulnerabilità. Se le banche centrali dovessero stringere di più o più a lungo per raggiungere la stabilità dei prezzi, il rischio di tensioni finanziarie aumenterà.



La sfida politica chiave oggi rimane quella di domare completamente l'inflazione e l'ultimo miglio è in genere il più difficile. L'onere ricade su molte spalle, ma i rischi derivanti dal non agire tempestivamente saranno maggiori a lungo termine. Le banche centrali si sono impegnate a mantenere la rotta per ripristinare la stabilità dei prezzi e proteggere il potere d'acquisto delle persone.

Agustín Carstens, Direttore Generale della BRI

Le politiche fiscali e prudenziali possono contribuire alla stabilizzazione dell'economia e del sistema finanziario. I governi dovrebbero restringere i loro bilanci, concentrando al tempo stesso il sostegno sui più vulnerabili e avviando un consolidamento a lungo termine della loro spesa. Ciò contribuirebbe a frenare l'inflazione e a tenere sotto controllo i rischi per la stabilità finanziaria, riducendo la necessità per le banche centrali di mantenere i tassi più alti più a lungo.

Le autorità di regolamentazione e di vigilanza possono utilizzare l'intera gamma di strumenti a loro disposizione per rafforzare il sistema finanziario, dando alle banche centrali più spazio di manovra.

Il rapporto discute di come l'inflazione elevata e le vulnerabilità finanziarie stiano segnalando che le politiche monetarie e fiscali stanno mettendo alla prova i confini della "regione di stabilità". Il rischio ultimo di andare alla deriva fuori da quella regione è quello di perdere la fiducia che la società deve avere nello Stato e nel suo processo decisionale. A lungo termine, sono necessari aggiustamenti politici e salvaguardie istituzionali per garantire che le politiche monetarie e fiscali rimangano saldamente all'interno della regione di stabilità.



Le attuali tensioni sono il culmine di decenni di affidamento sulla politica monetaria e fiscale come motori de facto della crescita. Superare questa fallacia dell'"illusione della crescita" e trovare un mix di politiche coerente richiede un cambiamento di mentalità, riconoscendo i limiti delle politiche di stabilizzazione.

Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico della BRI

Introduzione

L'economia globale ha raggiunto una congiuntura critica e pericolosa. I responsabili politici si trovano ad affrontare una costellazione unica di sfide. Ciascuno di essi, preso isolatamente, non è nuovo; ma la loro combinazione su scala globale lo è. Da un lato, le banche centrali hanno inasprito per riportare l'inflazione sotto controllo: i prezzi stanno salendo troppo velocemente. D'altra parte, le vulnerabilità finanziarie sono diffuse: i livelli di indebitamento – privato e pubblico – sono storicamente elevati; i prezzi delle attività, in particolare quelli degli immobili, sono elevati; e l'assunzione di rischi nei mercati finanziari era diffusa durante la fase in cui i tassi di interesse sono rimasti storicamente bassi per tempi insolitamente lunghi. In effetti, lo stress finanziario è già emerso. Ognuna delle due sfide, di per sé, sarebbe difficile da affrontare; la loro combinazione è scoraggiante.

La relazione economica annuale di quest'anno esplora il percorso dell'economia globale e le sfide politiche coinvolte. È, infatti, un'esplorazione di non uno ma tre viaggi intrecciati: il viaggio che ha portato l'economia globale alla congiuntura attuale; il viaggio che potrebbe esserci davanti; e, sullo sfondo, il viaggio che il sistema finanziario potrebbe compiere con la digitalizzazione apre nuove prospettive. Molto è in gioco. I responsabili politici dovranno lavorare di concerto, traendo le giuste lezioni dal passato per tracciare un nuovo percorso per il futuro. Lungo il percorso, la perenne ma sfuggente ricerca di coerenza tra politica fiscale e monetaria tornerà ad essere al centro dell'attenzione. La politica prudentiale continuerà a svolgere un ruolo di supporto essenziale. E le politiche strutturali saranno fondamentali.

Quanto segue considera, a turno, ognuno dei tre viaggi.

Il viaggio macroeconomico: guardare indietro

Come è andata l'economia globale nell'anno in esame? Ancora più importante, quali forze hanno plasmato il suo viaggio?

L'anno in esame

Inflazione elevata, sorprendente tenuta dell'attività economica e primi segnali di grave tensione nel sistema finanziario: questo è, in sintesi, ciò che l'anno in esame ha riservato.

L'inflazione ha continuato a oscillare ben al di sopra degli obiettivi della banca centrale in gran parte del mondo. Fortunatamente, c'erano chiare indicazioni che l'inflazione complessiva stava raggiungendo il picco o aveva iniziato a diminuire. Ma l'inflazione core si è dimostrata più ostinata. L'inversione dei prezzi delle materie prime e un marcato rallentamento dei prezzi manifatturieri hanno fornito un gradito sollievo anche se i prezzi dei servizi più rigidi hanno preso piede. Diverse forze stavano giocando, tra cui l'allentamento dei colli di bottiglia della catena di approvvigionamento globale, la rotazione post-pandemia della domanda globale dalla produzione ai servizi e gli effetti di ripetuti e generosi pacchetti di sostegno fiscale. I mercati del lavoro sono rimasti molto tesi, con tassi di disoccupazione generalmente ai minimi storici.

La crescita globale è rallentata, ma si è dimostrata notevolmente resiliente. La temuta recessione in Europa non si è concretizzata, grazie in parte a un inverno mite, e la Cina ha registrato un forte rimbalzo dopo l'improvvisa revoca delle restrizioni dovute al Covid. I consumi hanno retto sorprendentemente bene a livello globale, poiché le famiglie hanno continuato ad attingere ai risparmi accumulati durante la pandemia e l'occupazione è rimasta vivace. Con l'avanzare dell'anno, i previsori

professionisti hanno rivisto al rialzo le loro proiezioni di crescita, sebbene vedessero ancora una crescita globale più lenta nell'anno a venire.

Nonostante la tenuta della crescita, nel sistema finanziario sono emersi segnali di gravi tensioni. Alcuni più lievi sono apparsi tra gli intermediari finanziari non bancari (NBFIs). A ottobre, in seguito all'annuncio di misure fiscali che hanno minato la credibilità politica, il mercato dei titoli di stato del Regno Unito ha registrato un forte aumento dei rendimenti e un'improvvisa evaporazione della liquidità: veicoli di investimento a leva finanziaria attraverso i quali i fondi pensione corrispondevano alla durata delle loro passività sono stati costretti a vendere per soddisfare le richieste di margine. Altri segnali di tensione, forse più gravi e sorprendenti, sono apparsi nel settore bancario. Diverse banche regionali negli Stati Uniti sono fallite a causa di una combinazione di perdite accumulate su titoli a lunga scadenza, principalmente governativi, e corse fulminee. E in un ambiente di fragile fiducia,

Ancora una volta, le tensioni hanno spinto un intervento ufficiale su larga scala su entrambe le sponde dell'Atlantico per prevenire il contagio, un quadro sempre più familiare. Le banche centrali hanno attivato o esteso linee di liquidità o acquisti di asset. Ove necessario, i governi hanno fornito sostegno alla solvibilità, implicitamente o esplicitamente, sotto forma di garanzie e sostegno finale per sistemi di assicurazione dei depositi allargati. La risposta ha ripristinato la calma del mercato.

Nel frattempo, è proseguita l'inasprimento energetico e sincrono della politica monetaria. Le banche centrali di tutto il mondo hanno aumentato ulteriormente i tassi ufficiali. Inoltre, coloro che si erano impegnati in acquisti di attività su larga scala hanno iniziato a scioglierli: seppur gradualmente, l'allentamento quantitativo si è trasformato in inasprimento quantitativo. Allo stesso tempo, i tassi ufficiali sono rimasti spesso al di sotto dei tassi di inflazione, cioè negativi in termini reali.

In risposta all'inasprimento e alle prospettive economiche, le condizioni finanziarie hanno reagito in modo disomogeneo. In generale, le banche hanno inasprito gli standard di credito. Ma i mercati finanziari sono stati meno reattivi. A dire il vero, a conti fatti, le condizioni si sono inasprite rispetto a quelle prevalenti al momento del primo rialzo. Ma nella seconda metà dell'anno si sono leggermente allentati, con il calo dei rendimenti obbligazionari e l'aumento dei prezzi delle attività rischiose. Le banche centrali si sono scontrate con uno scollamento tra la loro comunicazione, che indicava un inasprimento più persistente, e le opinioni dei partecipanti ai mercati finanziari, che vedevano una posizione più agevole.

Lo sfondo a lungo termine

La combinazione piuttosto unica di inflazione elevata e vulnerabilità finanziarie diffuse non è semplicemente un fulmine a ciel sereno. A dire il vero, la pandemia e, in misura minore, la guerra in Ucraina hanno svolto un ruolo importante nella recente esplosione dell'inflazione. Ma le cause alla radice dei problemi attuali sono molto più profonde. Dopotutto, il debito e le fragilità finanziarie non compaiono dall'oggi al domani; crescono lentamente nel tempo.

Come esplorato in dettaglio nel [capitolo II](#), la *combinazione* dell'elevata inflazione e delle vulnerabilità finanziarie è probabilmente meglio visto come il riflesso della confluenza di due fattori interdipendenti. In primo luogo, la forma mutevole del ciclo economico. In secondo luogo, le politiche monetarie e fiscali mettono alla prova, ancora una volta, i confini di quella che potrebbe essere definita la "regione di stabilità" - la regione che mappa le costellazioni delle due politiche che promuovono una stabilità macroeconomica e finanziaria sostenibile, mantenendo le inevitabili tensioni tra le politiche gestibile. La forma mutevole del ciclo economico determina quale tipo di sintomo segnala che i confini vengono testati: inflazione, instabilità finanziaria o entrambi. La condotta della politica, interagendo con le forze strutturali, determina la forma del ciclo economico stesso.

La metà degli anni '80 ha rappresentato uno spartiacque nell'evoluzione del ciclo economico, almeno nelle economie avanzate. Fino ad allora, le recessioni tendevano a seguire un inasprimento della politica monetaria volto a tenere sotto controllo l'inflazione, mentre le tensioni finanziarie erano assenti o ampiamente contenute. Successivamente, fino alla crisi Covid sui generis, le recessioni sono state introdotte da boom finanziari che si sono trasformati in crolli, talvolta innescando una diffusa instabilità finanziaria, mentre l'inflazione è rimasta generalmente bassa e stabile. Le economie di mercato emergenti, a loro volta, sono state colpite dalle ondate globali scatenate nelle economie avanzate, in particolare sotto forma di flussi di capitali. Di conseguenza, al di là delle differenze regionali e nazionali, le tensioni sui tassi di cambio hanno svolto in genere un ruolo maggiore che nelle economie avanzate.

Due cambiamenti strutturali fondamentali hanno contribuito al passaggio dalle recessioni indotte dall'inflazione a quelle indotte dal ciclo finanziario. La liberalizzazione finanziaria ad ampio raggio, sia a livello nazionale che internazionale, ha fornito spazio per espansioni e contrazioni finanziarie molto più ampie, non più soppresse dalla fitta rete di regolamenti che avevano fortemente vincolato il sistema finanziario. E la globalizzazione dell'economia reale ha aiutato le banche centrali a cablare una bassa inflazione, erodendo il potere di determinazione dei prezzi del lavoro e delle imprese. Nel processo, l'inflazione ha smesso di fungere da barometro affidabile della sostenibilità delle espansioni economiche: l'accumulo di squilibri finanziari ha assunto quel ruolo.

Da qui un acuto dilemma politico. Una dolorosa lezione che i politici avevano tratto dall'era dell'alta inflazione era che le politiche che si rivelavano eccessivamente ambiziose potevano generare instabilità dei prezzi. Nell'era della bassa inflazione, tuttavia, i vincoli all'espansione economica erano apparentemente scomparsi. I confini della regione di stabilità erano diventati più sfumati, quasi impercettibili. E la fragilità del sistema finanziario, non sostenuto da uno sforzo sufficientemente incisivo per rafforzare la regolamentazione prudenziale, ha ulteriormente offuscato il quadro. L'economia sembrava stabile finché, improvvisamente, non lo era più. L'esperienza successiva alla Grande Crisi Finanziaria (GFC) ha offuscato ulteriormente i confini della regione. L'inflazione aleggiava ostinatamente al di sotto degli obiettivi di inflazione: dopo aver aiutato gli sforzi delle banche centrali, ora la globalizzazione li stava ostacolando.

Quando è scoppiata la crisi del Covid, la politica monetaria e fiscale stava ancora una volta mettendo alla prova i confini della regione di stabilità. I tassi di interesse non erano mai stati così bassi e in alcuni casi ora erano negativi anche in termini nominali. I bilanci delle banche centrali non erano mai stati così ampi se non durante le guerre. Il debito pubblico in rapporto al PIL, unendosi al debito del settore privato, stava flirtando con i precedenti picchi storici raggiunti intorno alla seconda guerra mondiale. Eppure, a causa dei tassi di interesse eccezionalmente bassi, l'onere del debito non era mai stato così leggero. Tassi bassi a perdita d'occhio hanno incoraggiato un'ulteriore espansione del debito, pubblico e privato. La risposta monetaria e fiscale energica e concertata alla crisi Covid ha portato le politiche un ulteriore passo avanti verso il confine.

Il notevole aumento post-pandemia della domanda globale sullo sfondo delle interruzioni dell'offerta ha fatto il resto. Contro ogni aspettativa, l'inflazione era tornata con una vendetta. La politica monetaria ha dovuto inasprirsi, mettendo a dura prova le finanze pubbliche e i bilanci del settore privato. Il sistema finanziario è stato messo sotto stress. Sebbene comprensibile quando è scoppiata la crisi del Covid, con il senno di poi, è ora chiaro che il sostegno della politica fiscale e monetaria era troppo ampio, troppo ampio e troppo duraturo.

Il viaggio macroeconomico: guardare avanti

Dato dove siamo, che aspetto ha il viaggio che ci aspetta? Nel breve termine, è davvero possibile che l'economia globale superi agevolmente gli ostacoli che sta affrontando. Questo sembra essere ciò che i partecipanti al mercato finanziario e gli esperti di previsioni professionali stanno anticipando. Inoltre,

scrutando ulteriormente nel futuro, il viaggio potrebbe continuare senza incidenti di rilievo. Detto questo, lungo il percorso sono in agguato pericoli sia a breve che a lungo termine. E le politiche saranno il fattore decisivo.

Rischi a breve e lungo termine

A breve termine, spiccano due sfide: ripristinare la stabilità dei prezzi e gestire eventuali rischi finanziari che potrebbero concretizzarsi.

L'inflazione potrebbe rivelarsi più ostinata di quanto attualmente previsto. È vero, è in calo e la maggior parte dei previsori lo vede muoversi all'interno degli intervalli target nei prossimi due anni. Inoltre, le aspettative di inflazione, sebbene difficili da misurare in modo affidabile, non hanno suonato campanelli d'allarme. Anche così, l'ultimo miglio potrebbe rivelarsi più difficile da percorrere. Il sorprendente aumento dell'inflazione ha sostanzialmente eroso il potere d'acquisto dei salari. Sarebbe irragionevole aspettarsi che i salariati non cerchino di recuperare il ritardo, anche perché i mercati del lavoro rimangono molto tesi. In un certo numero di paesi, le rivendicazioni salariali sono aumentate, le clausole di indicizzazione hanno guadagnato terreno e sono emersi segnali di una contrattazione più energica, compresi gli scioperi. Se i salari recupereranno, la questione chiave sarà se le imprese assorbiranno i costi più elevati o li trasferiranno. Con le imprese che hanno riscoperto potere di determinazione dei prezzi, questa seconda possibilità non dovrebbe essere sottovalutata. Le nostre simulazioni illustrative indicano che, in questo scenario, l'inflazione potrebbe rimanere sgradevolmente elevata. Come documentato dall'Annual Economic Report dello scorso anno, le transizioni da regimi di inflazione bassa a regimi di alta inflazione tendono ad auto-rafforzarsi. E una volta che si instaura una psicologia dell'inflazione, è difficile rimuoverla.

A livello macroeconomico, l'indebitamento privato storicamente elevato e le elevate valutazioni degli asset offuscano le prospettive. Possono aumentare notevolmente la sensibilità della spesa privata a tassi di interesse più elevati, sebbene l'allungamento delle scadenze durante il periodo di bassa inflazione abbia attenuato, o almeno ritardato, la trasmissione degli oneri del servizio del debito e i cuscini di risparmio costruiti durante la pandemia hanno attutito il colpo. Simulazioni stilizzate suggeriscono che l'impatto potrebbe essere notevole. In uno scenario più duraturo, con tassi ufficiali che raggiungessero un picco di 200 punti base al di sopra di quello implicito nel mercato e vi rimanessero fino al 2027, gli oneri per il servizio del debito aumenterebbero notevolmente, i prezzi delle attività scenderebbero notevolmente e la produzione in un campione rappresentativo di economie potrebbe essere inferiore di circa il 2% alla fine di un orizzonte di simulazione. Inoltre,

Tassi di interesse più elevati, una svolta nel ciclo finanziario e un rallentamento economico alla fine aumenterebbero le perdite su crediti. Questi, a loro volta, potrebbero generare ulteriori tensioni nel sistema finanziario. È abbastanza comune che lo stress bancario emerga a seguito di un inasprimento della politica monetaria, in ben un quinto dei casi entro tre anni dal primo rialzo. L'incidenza aumenta considerevolmente quando i livelli iniziali di indebitamento sono elevati, i prezzi degli immobili sono elevati o l'aumento dell'inflazione è più forte. L'episodio attuale spunta tutte le caselle. Lo stress che abbiamo visto finora ha riflesso esclusivamente il rischio di tasso d'interesse, rivelando la fragilità delle strategie basate sull'idea che i tassi d'interesse rimarranno bassi anche nel futuro. La gamba di credito deve ancora venire. Il ritardo tra le due gambe può essere piuttosto lungo.

Una volta che la gamba del credito si materializzerà, la resilienza del sistema finanziario sarà nuovamente messa alla prova. Semplici simulazioni indicano che, nello scenario dei tassi di interesse impliciti nel mercato, in un campione rappresentativo di economie avanzate le perdite su crediti sarebbero in linea con le medie storiche. Ma sarebbero di un ordine di grandezza simile a quello durante la GFC nello scenario più alto per più tempo.

L'impatto di tali perdite dipenderà, in modo critico, dalla capacità di assorbimento delle perdite del sistema bancario. Dopo la GFC, grazie in gran parte alle riforme finanziarie, le banche hanno rafforzato il loro capitale. Detto questo, rimangono sacche di vulnerabilità. I recenti avvenimenti hanno mostrato come il fallimento anche di istituzioni relativamente piccole possa scuotere la fiducia nel sistema nel suo complesso. Inoltre, i rapporti prezzo/valore contabile di molte banche, comprese quelle di grandi dimensioni, languiscono molto al di sotto di uno. Ciò riflette lo scetticismo del mercato circa le valutazioni sottostanti e la redditività a lungo termine di tali istituzioni. Certo, questa non è una novità. Ma, in un contesto di fiducia più fragile, potrebbe rivelarsi una vulnerabilità significativa.

Prima che emergessero tensioni tra le banche, tutta l'attenzione era concentrata sul settore NBF1. E con ragione. Il settore è cresciuto a passi da gigante dalla GFC e ora rappresenta oltre la metà di tutte le attività finanziarie a livello globale. Mentre, a conti fatti, meno indebitato rispetto alla sua controparte bancaria, il settore è pieno di indebitamento nascosto e disallineamenti di liquidità, specialmente nel settore della gestione patrimoniale. È stata fonte di ingenti perdite per le banche, come nel caso Archegos, che, tra l'altro, ha colpito particolarmente duramente il Credit Suisse. Ed è stato al centro delle turbolenze del marzo 2020, che hanno provocato interventi su larga scala della banca centrale. Gli ultimi tremori nel mercato dei gilt del Regno Unito ci ricordano che l'attenzione è ancora giustificata.

Sebbene sia difficile dire dove potrebbero emergere successivamente le tensioni, emergono diverse vulnerabilità. Nel settore delle imprese, i mercati del credito privato rimangono molto opachi sullo sfondo di un deterioramento a lungo termine dei rating del credito. Nel mercato dei prestiti con leva finanziaria, i prodotti cartolarizzati sono cresciuti rapidamente. Le esposizioni agli immobili commerciali sono destinate a subire perdite, poiché il settore è colpito da forti venti contrari ciclici e strutturali, perdite che potrebbero anche essere una fonte di stress per le banche, come lo sono state nel corso della storia. Inoltre, permangono debolezze strutturali in alcuni mercati dei titoli di Stato.

Guardando più in là, una delle principali fonti di preoccupazione è la sostenibilità del debito pubblico, una questione analizzata in profondità nel Capitolo II. Un sovrano vulnerabile significa un sistema finanziario vulnerabile. Questo perché il sovrano può generare instabilità finanziaria o non agire come efficace sostegno del settore finanziario. Le banche centrali possono fornire liquidità, ma solo il sovrano può sostenere la solvibilità. Inoltre, l'affidabilità creditizia del sovrano dipende dalla salute del settore finanziario. In effetti, le crisi bancarie hanno tipicamente causato impennate del debito pubblico, in decine di PIL - direttamente, a causa del sostegno del governo, e indirettamente, a causa del danno all'attività economica. Le proiezioni a lungo termine delle traiettorie del debito pubblico sono preoccupanti, anche in presenza di tassi di interesse favorevoli e configurazioni di crescita (vedi sotto).

Sfide politiche a breve e lungo termine

La vastità delle sfide future richiede una risposta politica olistica, che coinvolga politiche monetarie, fiscali, prudenziali e, ultimo ma non meno importante, strutturali. Consideriamo, a loro volta, le sfide a breve e a lungo termine, anche se la linea di demarcazione tra i due è piuttosto sfocata.

Il breve termine

La priorità per la politica monetaria è riportare l'inflazione all'obiettivo. È noto il danno insidioso che un regime di alta inflazione arreca al tessuto economico e sociale. Più a lungo si lascia che l'inflazione persista, maggiore è la probabilità che si radica e maggiori sono i costi per estinguerla.

Nel riportare l'inflazione all'obiettivo, le banche centrali devono affrontare almeno tre sfide. In primo luogo, le relazioni statistiche storiche forniscono una guida limitata quando minaccia una transizione verso un regime di alta inflazione. Sia il giudizio che i modelli più formali sono messi a dura prova. In secondo luogo, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è offuscato dalle eccezionali

condizioni post-pandemia, che si aggiungono ai ben noti ritardi. Da qui la pausa che molte banche centrali hanno preso per valutare meglio l'impatto della stretta finora. Infine, potrebbe emergere un ulteriore stress del sistema finanziario. In tal caso, se lo stress è abbastanza acuto, affrontarlo senza compromettere la lotta all'inflazione richiederà il supporto attivo di altre politiche, non ultime prudenziali e fiscali, per integrare l'utilizzo da parte delle banche centrali della gamma di strumenti a loro disposizione.

La priorità per la politica fiscale è il consolidamento. A dire il vero, i disavanzi si sono alquanto ridotti, soprattutto in termini corretti per il ciclo. Ma parte del miglioramento riflette l'impatto temporaneo dell'esplosione dell'inflazione e gli aggiustamenti ciclici si sono rivelati alquanto fuorvianti in passato, soprattutto prima dei rallentamenti. Inoltre, in una prospettiva a lungo termine, i disavanzi rimangono troppo elevati. Il consolidamento fornirebbe un supporto fondamentale nella lotta all'inflazione. Ridurrebbe anche la necessità per la politica monetaria di mantenere i tassi di interesse più elevati più a lungo, riducendo così il rischio di instabilità finanziaria.

Rafforzando la resilienza del sistema finanziario, la politica prudenziale può anche sostenere la lotta all'inflazione, in quanto aumenterebbe il margine di manovra della politica monetaria. Le misure macroprudenziali devono essere mantenute rigorose il più a lungo possibile o, se del caso, ulteriormente inasprite. Analogamente, la vigilanza (microprudenziale) deve essere rafforzata per porre rimedio ad alcune delle carenze emerse nei recenti fallimenti bancari. Mentre i cambiamenti negli standard normativi richiedono più tempo, una riflessione sulla recente esperienza dovrebbe iniziare senza indugio; e infatti lo ha. Esempi di questioni da esaminare sono il trattamento del rischio di tasso di interesse, l'adeguatezza della contabilizzazione al costo storico, non da ultimo per le attività utilizzate ai fini della gestione della liquidità (ad es. titoli di Stato) e le ipotesi sulla viscosità di varie categorie di depositi. Ma al di là delle banche,

Il più lungo termine

A lungo termine, la sfida consiste nell'istituire politiche e quadri che promuovano un contesto finanziario e macroeconomico stabile, rafforzando nel contempo il potenziale per una crescita solida e sostenibile. Come discusso in dettaglio nel Capitolo II, un elemento chiave di questa strategia su più fronti è garantire che le politiche monetarie e fiscali operino saldamente all'interno della regione di stabilità. Ciò significa non essere fonte di instabilità e mantenere margini di sicurezza o buffer sufficienti per far fronte alle inevitabili recessioni future nonché a shock dannosi inaspettati.

Per quanto riguarda la politica monetaria, spiccano due aspetti. Per quanto riguarda i quadri operativi, è essenziale combinare gli obiettivi di stabilità dei prezzi con un adeguato grado di flessibilità. Come analizzato in dettaglio nell'*Annual Economic Report* dello scorso anno, i regimi a bassa inflazione, contrariamente a quelli ad alta inflazione, hanno proprietà autostabilizzanti. Senza dubbio ciò riflette, in parte, il fatto che, quando l'inflazione è mite, cessa di essere un fattore significativo che influenza il comportamento delle persone. Ciò suggerisce che, in tali condizioni, c'è spazio per una maggiore tolleranza per moderati, anche se persistenti, scostamenti dell'inflazione rispetto a obiettivi ben definiti. L'approccio ridurrebbe anche gli effetti collaterali del mantenimento dei tassi di interesse molto bassi per periodi prolungati, come l'accumulo di vulnerabilità finanziarie e la possibile cattiva allocazione delle risorse. Per quanto riguarda i quadri istituzionali, per rafforzare la credibilità della politica, rimangono essenziali salvaguardie per l'indipendenza della banca centrale, sostenute da adeguati mandati. Dovrebbero diventare particolarmente preziosi in futuro, se le posizioni fiscali continueranno a seguire la loro tendenza al deterioramento.

Per la politica fiscale, la priorità è garantire la sostenibilità fiscale. La sostenibilità fiscale è la pietra angolare della stabilità economica ed è fondamentale affinché la politica monetaria possa svolgere il proprio lavoro. Sfortunatamente, le prospettive a lungo termine sono cupe. Anche in ipotesi favorevoli,

senza sforzi di risanamento sostenuti e risoluti, i rapporti debito/PIL sono destinati ad aumentare inesorabilmente, minacciando i margini di sicurezza. Gli oneri aggiuntivi incombenti legati all'invecchiamento della popolazione, la transizione verde e le tensioni geopolitiche complicano ulteriormente il quadro. E così anche l'apparente cambiamento negli atteggiamenti pubblici a seguito del generoso sostegno concesso sulla scia delle crisi GFC e Covid, che ha aumentato le aspettative sui trasferimenti governativi. Dal punto di vista operativo, l'importanza dei fattori finanziari nelle fluttuazioni economiche merita maggiore attenzione quando si valutano le posizioni di bilancio cicliche e il margine di bilancio più in generale. Da un punto di vista istituzionale, è necessario dare più mordente a regole fiscali e consigli fiscali adeguatamente progettati, anche possibilmente attraverso garanzie costituzionali.

Per la politica prudenziale, sono necessari aggiustamenti continui. La dialettica tra mercati finanziari e regolamentazione rende impossibile stare fermi. I recenti episodi di stress hanno fornito solo l'ultimo esempio. Per quanto riguarda i rischi per la stabilità finanziaria sollevati più specificamente dalla politica fiscale, un ambito che merita particolare attenzione è il trattamento favorevole del debito sovrano. Gli aggiustamenti per tenere conto efficacemente del rischio di mercato e di credito nei titoli di Stato dovrebbero anche tenere in debita considerazione il ruolo speciale che il debito pubblico svolge nel funzionamento del sistema finanziario e nelle operazioni della banca centrale. Istituzionalmente, così come per la politica monetaria, è importante garantire l'indipendenza delle autorità di vigilanza e dotarle di risorse adeguate, sia finanziarie che umane.

Inoltre, è necessario riflettere ulteriormente sulla gestione delle crisi e più in generale sulla rete di sicurezza del sistema finanziario. Le azioni politiche hanno, di fatto, esteso la rete di sicurezza a ogni crisi. E ora ci sono proposte per ridurre la portata delle corse estendendo ulteriormente i sistemi di garanzia dei depositi. Una volta persa la fiducia, tuttavia, per scoraggiare le corse e impedire alle istituzioni di perdere l'accesso al mercato sarebbe necessario assicurare il 100% dei sinistri esigibili ea breve termine. Ciò indebolirebbe eccessivamente la disciplina di mercato e, in ultima analisi, aumenterebbe i rischi di solvibilità a livelli inaccettabili. Inoltre, mentre i sistemi di risoluzione sono stati migliorati e dovrebbero essere ulteriormente migliorati, quando la fiducia si sgretola, la pressione per estendere il sostegno diventa insormontabile.

Ciò suggerisce che le aspettative dovrebbero essere realistiche e che si dovrebbe privilegiare la prevenzione delle crisi. Indica che, perfezionamenti a parte, non vi è alcun sostituto per un quadro politico macroeconomico olistico che promuova la stabilità finanziaria e macroeconomica, sostenuto da un apparato di regolamentazione e supervisione che aumenti la capacità di assorbimento delle perdite del sistema finanziario. Come descritto nelle precedenti Relazioni economiche annuali, un quadro di stabilità macrofinanziaria così completo, in cui tutte le politiche svolgono la loro parte, è la strada da percorrere. Le crisi non possono essere evitate del tutto, ma la loro probabilità e forza distruttiva può essere contenuta.

Di conseguenza, l'ambizione necessaria per costruire un tale quadro dovrebbe essere combinata con il realismo su ciò che può offrire e l'umiltà nel modo in cui viene gestito. Le sfide che l'economia globale si trova ora ad affrontare riflettono, in misura non trascurabile, una certa "illusione di crescita", nata da una visione irrealistica di ciò che le politiche di stabilizzazione macroeconomica possono ottenere. Dovremmo evitare di cadere di nuovo nella stessa trappola. Il suo risultato involontario è stato la dipendenza da un modello di crescita de facto alimentato dal debito che ha reso il sistema economico più fragile e incapace di generare una crescita solida e sostenibile. Superare questa dipendenza richiede riforme strutturali orientate alla crescita (capitoli I e II). Sfortunatamente, tali riforme stanno cedendo da troppo tempo. Dovrebbero essere ripristinati con urgenza.

Digitalizzazione e sistema finanziario: il cammino da percorrere

(...)

Conclusione

Il cammino dell'economia globale e del suo sistema finanziario è rischioso. Tuttavia, offre anche grandi opportunità. Guidare nella giusta direzione sarà tutt'altro che facile. Richiede una rara combinazione di giudizio, ambizione, realismo e volontà politica e capacità di attuare le politiche necessarie. Tali politiche tendono a comportare costi a breve termine come prezzo da pagare per maggiori benefici a lungo termine. Fortunatamente, il viaggio da percorrere non è predeterminato.