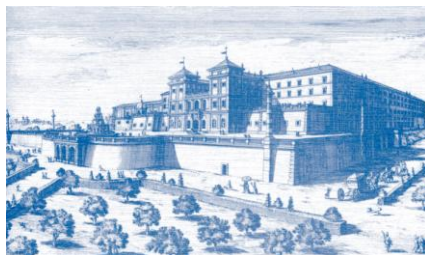


Indicazioni di Politica Economica emerse dal  
XXIII Villa Mondragone International Economic Seminar

*“AFTER THE CRISIS: RETHINKING GLOBAL GOVERNANCE,  
DEVELOPMENT AND GROWTH”*

Rome, June 22<sup>nd</sup> – 24<sup>th</sup>, 2011



Di: Stefano Clò<sup>1</sup>, Elena Giachin Ricca<sup>2</sup>, Filippo Maria Pericoli<sup>3</sup> e Andrea Salustri<sup>4</sup>

### Consolidamento fiscale dopo la crisi

In Europa, le recenti politiche a sostegno del sistema finanziario, bancario e industriale hanno limitato gli effetti negativi della crisi. Livelli di spesa pubblica superiori a quelli preventivati hanno però causato un aumento del debito e un allontanamento dai parametri europei di stabilità. Alla luce della già elevata pressione fiscale, un rafforzamento delle regole di gestione dei budget pubblici e una razionalizzazione della spesa pubblica saranno operazioni necessarie alla riduzione del debito. Ogni paese dovrebbe attuare programmi di medio-termine per la gestione delle finanze pubbliche coerenti con previsioni macroeconomiche di crescita elaborate da istituti indipendenti, che dovrebbero anche monitorare il rispetto dei programmi di spesa e valutarne l'efficacia con trasparenza e tempestività. La programmazione dovrebbe inoltre sottostare a precisi tetti di spesa pubblica corrente. A livello europeo saranno necessari meccanismi di supporto alla liquidità per la riduzione dei debiti nazionali, ma condizionali al rispetto di parametri di stabilità. Programmi di sorveglianza, sanzioni e misure correttive nel caso di mancato rispetto dei parametri di stabilità serviranno a evitare la propagazione di eventuali crisi nazionali.

<sup>1</sup>Stefano Clò: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondazione Economia dell'Università Tor Vergata di Roma

<sup>2</sup>Elena Giachin Ricca: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondazione Economia dell'Università Tor Vergata di Roma

<sup>3</sup>Filippo Maria Pericoli: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondazione Economia dell'Università Tor Vergata di Roma.

<sup>4</sup>Andrea Salustri: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Fondazione Economia dell'Università Tor Vergata di Roma

## **Nuovi strumenti quantitativi per l'analisi delle politiche e la previsione**

Si deve capire cosa è cambiato nella struttura dell'economia per migliorare l'accuratezza delle previsioni. Dopo la crisi è aumentata l'importanza per i policy maker di informazioni tempestive sulla dinamica del ciclo economico. L'analisi econometrica condotta presso la Banca Centrale di Spagna ha sviluppato strumenti per valutare i segnali di recupero nel ciclo e la probabilità di espansione/recessione in tempo reale. Il Dipartimento del Tesoro ha sviluppato un modello dinamico fattoriale che permette di avere segnali tempestivi sul PIL mensile con una metodologia che consente di attenuare la volatilità delle previsioni e l'effetto di rilasci preliminari di dati, fattori che costituiscono un vantaggio per le previsioni formulate a supporto delle decisioni di politica economica. La Banca d'Italia ha applicato i metodi dell'econometria bayesiana per ottenere distribuzioni di probabilità affidabili delle previsioni e per valutare la misura con cui si modifica l'incertezza nelle varie fasi del ciclo. L'OCSE ha sviluppato un modello dinamico fattoriale per la previsione del commercio mondiale a partire da un ampio insieme di indicatori ad esso correlati, sia reali sia finanziari, ottenendo buoni risultati in termini di accuratezza della previsione.

## **Il costo degli squilibri globali**

Le conseguenze della recessione non sono ancora terminate. Infatti, lo stimolo fiscale intrapreso per contrastare la crisi economica sta svanendo e rimangono irrisolti una serie di problemi di natura strutturale quali la fragilità del sistema bancario, gli squilibri nei bilanci pubblici e nelle partite correnti a livello globale. Sarebbe auspicabile un incremento della componente di crescita delle economie asiatiche legata alla domanda interna, ma ciò si può ottenere solo mediante un coordinamento delle politiche su scala globale. Il coordinamento internazionale dovrebbe diventare la norma se si vogliono evitare rischi di crescenti squilibri globali di natura sia commerciale sia finanziaria. Il problema degli squilibri commerciali risiede nella loro persistenza che potrebbe determinare un'accumulazione eccessiva di debito, diventare insostenibili e generare una spinta deflazionistica, oltre a tensioni fra paesi e spinte protezionistiche. Per evitare queste tendenze bisogna accettare un regime di rafforzata vigilanza da parte del FMI. In relazione agli squilibri commerciali, uno studio dell'OCSE sottolinea che un rapido miglioramento nei conti con l'estero può avere un impatto positivo sulla crescita sia nel breve sia nel lungo periodo. Alcuni economisti hanno riconosciuto che il problema nelle relazioni economiche internazionali origina non soltanto nel modello di sviluppo export-led di alcune economie, ma anche nel modello di tipo import-led degli Stati Uniti, cui è associata una delocalizzazione del manifatturiero che è un fenomeno difficilmente reversibile.

## **L'uscita dalla crisi: quale eredità?**

La crisi affonda le sue radici nelle politiche e nei fenomeni registrati nel periodo 2000-2007. La Banca d'Italia, mediante simulazioni svolte con l'ausilio del modello econometrico NIGEM rileva che le politiche fiscali e monetarie possono svolgere un ruolo fondamentale nella rimozione degli squilibri globali. In particolare, gli eccessi che hanno portato alla crisi finanziaria sarebbero stati molto minori con una politica monetaria più restrittiva negli Usa e riforme strutturali in Giappone e Europa, oltre che con un cambio dello yuan più apprezzato in termini reali. Un elemento importante su cui si dovrebbe concentrare l'analisi economica consiste nella comprensione dei motivi per cui il sistema finanziario non è stato in grado di prevenire la crisi. In particolare, il principale squilibrio esistente, quello nel commercio fra Usa e Cina non si aggiusta perché i governi non sono incentivati a implementare le misure necessarie, perché il mercato predilige i dollari Usa e, infine, perché gli organismi di coordinamento multilaterale esistenti sono inadeguati. Si è riconosciuto infine che i principali aspetti economici della crisi sono collegati agli stock di attività e passività finanziarie

dell'economia, sia finanziarie sia reali e questo dovrebbe spingere gli economisti a valutare con maggiore attenzione, piuttosto che i flussi, gli stock dei bilanci di famiglie, pubblica amministrazione ed operatori finanziari. La Banca Centrale Europea rileva che i tre principali fattori all'origine della crisi sono stati l'incapacità di mantenere in equilibrio i conti pubblici, un'erosione graduale ma costante della competitività e una bassa crescita della produttività e dell'innovazione. Le misure proposte sono un maggiore controllo dei saldi di finanza pubblica, un rafforzamento della *governance* a livello europeo e l'implementazione di politiche adeguate di monitoraggio e sorveglianza.

### **Gli squilibri macroeconomici e le risposte politiche nell'area Euro e nell'economia globale**

L'OCSE ha osservato che vi sono squilibri non sostenibili e crescenti nell'area euro che sono in parte il risultato di politiche sbagliate nei settori del credito immobiliare, nella supervisione dei surplus/deficit e nel monitoraggio dei rischi assunti dal sistema bancario, mentre le riforme strutturali potrebbero ridurre gli squilibri fra i paesi dell'area. La revisione del Patto di Stabilità e Crescita impone delle nuove regole sul debito ma la possibilità di raggiungere gli obiettivi dipende da fattori largamente variabili da paese a paese e si deve anche tenere conto del fatto che vi sono delle interdipendenze non trascurabili che operano tramite i differenziali di interesse. La Banca per i Regolamenti Internazionali sottolinea che per una corretta valutazione dei rischi bisogna considerare non solo i flussi che risultano dal saldo corrente o le posizioni nette ma anche gli stock lordi e questo richiede un miglioramento delle statistiche disponibili che attualmente non sono complete.

### **Disallineamento del tasso di cambio e relazioni commerciali non sostenibili**

In un'economia mondiale caratterizzata dalla persistenza di tre paradossi (difficoltà nelle relazioni economiche tra Cina e USA, banche ed agenzie di rating come responsabili della crisi ed arbitri dei debiti sovrani, assenza dell'Europa dal dibattito internazionale), la crisi è l'occasione per avviare un processo di riforma della *governance* mondiale. Le crisi implicano scelte di politica economica, tuttavia una nuova crisi potrebbe essere alimentata proprio dagli errori commessi dai policy maker (ad esempio, aumenti di spesa mascherati da tagli di spesa effettuati rispetto a dati tendenziali). In particolare, nell'analisi degli squilibri globali si dà troppa importanza agli indicatori macroeconomici (REER, ULC, Esportazioni nette, CA in % del PIL), mentre gli output aggregati dipendono principalmente dalla distribuzione delle imprese e dalle loro caratteristiche individuali. Per promuovere la competitività di lungo periodo, dunque, bisogna migliorare le performance delle imprese già forti (politiche per la competitività) e far sì che quelle ritenute deboli escano dal mercato (politiche di sviluppo e coesione). Nel mondo d'impresa non c'è spazio per politiche "mediane".

### **Connessione del rischio sovrano e *Systematically Important Financial Institutions* (SIFI): Stabilità finanziaria e problemi di *Moral Hazard***

Regole più severe (Basilea III) possono ridurre il *moral hazard* nelle politiche pubbliche di salvataggio delle banche "*too big to fail*", ma non influenzano gli incentivi delle SIFI e degli altri operatori finanziari a speculare contro gli Stati in difficoltà. Con riferimento alla crisi della Grecia si evidenzia il bisogno di disegnare un nuovo equilibrio tra Stato e Mercato al fine di evitare nuove crisi sistemiche. In particolare, il costo del finanziamento del debito degli Stati è compensato dalla riduzione della garanzia implicita fornita al sistema finanziario nazionale, quindi *equity* e *bond* delle SIFI non possono essere considerati strumenti differenti, costituendo, di fatto, *security* complementari. Da ultimo, analisi empiriche rilevano l'esistenza di una sinergia tra rischio

sistemico e diversificazione dei portafogli, dimostrando come la diversificazione dei prodotti finanziari indotta dai prodotti derivati possa essere causa di eccessiva instabilità.

### **Misurare la *Green Growth*, la crescita sostenibile e il benessere**

Non solo negli ambienti accademici e politici, ma anche nell'opinione pubblica, sta emergendo la consapevolezza della necessità di andare oltre al PIL come unico indicatore del benessere sociale. Benessere è infatti un concetto più esteso della crescita economica e più difficilmente misurabile. Di fronte alla complessità dei sistemi socio-economici il PIL deve essere rafforzato (e non sostituito) da un set indicatori socio-ambientali capaci di integrare l'analisi dei sistemi economici con le condizioni dell'ecosistema e della società in generale. Questo approccio richiede un cambiamento di prospettiva politica. Infatti le future decisioni politiche dovranno essere valutate non solo in rispetto al loro impatto sul PIL ma anche sull'ambiente e sulla qualità della vita. Questi indicatori dovranno quindi guidare le future decisioni politiche atte a promuovere uno sviluppo socio-economico sostenibile. Prima ancora che un problema statistico, questo è pertanto un problema politico, e l'attuale crisi deve essere colta come un'opportunità per cambiare le priorità politiche e favorire questo cambiamento culturale.

### **Area mediterranea e sviluppo**

La regione africana del mediterraneo è oggi caratterizzata da una condizione geopolitica delicata e complessa. In questo periodo di radicale cambiamento, si necessita di maggiore trasparenza, *social accountability*, partecipazione dei cittadini e responsabilizzazione della classe politica. Stabilità politica e una maggiore certezza del diritto saranno condizioni necessarie a garantire prospettive di sviluppo economico anche nel breve periodo, favorendo quegli investimenti in infrastrutture così necessari allo sviluppo economico ed alla riduzione degli alti e persistenti tassi di disoccupazione. Le banche e gli istituti internazionali hanno un ruolo chiave per favorire questo processo. Una proposta politicamente rilevante riguarda proprio la creazione di una Banca Mediterranea per lo Sviluppo. Questa istituzione favorirebbe l'accesso al capitale di credito, promuovendo uno spirito imprenditoriale capace di creare imprese di piccole-medie dimensioni. A questo scopo, la Banca dovrebbe fornire supporto e competenze specifiche per la gestione del rischio, favorendo forme di partnership tra settori pubblici e privati necessarie a sviluppare o migliorare i servizi locali. Priorità dovrebbe essere data a quei progetti compatibili con logiche di sviluppo sostenibile.

### **Capitale sociale e sviluppo**

Nella sessione si è discusso del ruolo del capitale sociale e dei legami interpersonali nel processo di crescita sia sociale che economica di un paese. Il capitale sociale può essere fortemente danneggiato da eventi estremi che minano la fiducia e il livello di reciprocità tra le persone come testimonia l'impatto che la recente guerra civile ha avuto sui cittadini di Nairobi. La minore propensione a costruire capitale sociale può essere un fattore chiave per spiegare il ritardo nella ripresa dell'economia. Ma cosa significa fiducia negli altri? Un recente esperimento indaga la nozione soggettiva di fiducia e di tradimento. Tra le principali determinanti individuate ci sono le caratteristiche socio demografiche, culturali e soprattutto l'educazione ricevuta dalla famiglia. In una prospettiva più generale gli individui tendono a confrontare le loro preferenze morali con l'utilità derivata strettamente pecuniaria: più l'individuo considera importante la correttezza, più tenderà a corrispondere l'atto di fiducia ricevuto. Il capitale sociale può essere anche misurato come impegno civile e partecipazione alla politica. In economia un maggiore livello di impegno politico e civile dei cittadini è spesso associato ad un maggiore grado di sviluppo economico. Per questo lo studio dei sistemi elettorali può essere rilevante anche per la comprensione delle relazioni economiche. Uno studio qui presentato testimonia come in Italia un sistema a doppio turno per

l'elezione del sindaco nei grandi comuni favorirebbe una più ampia partecipazione elettorale. Una possibile interpretazione suggerita è che in tale modo i cittadini possono esprimere le loro preferenze direttamente sul candidato e non sul partito.

### **Debito pubblico e Governance europea**

Nella sessione si sono sottolineati alcuni elementi dell'attuale dibattito sulla sostenibilità della finanza pubblica. I partecipanti alla sessione credono fermamente che la crisi del debito pubblico sia un'occasione che l'Europa non possa sprecare per ridefinire la sua *governance*. Si sono proposti strumenti alternativi per la gestione del debito nei paesi periferici dell'UE come l'istituzione dell'Agenzia Europea del Debito. Tale Agenzia dovrebbe emettere titoli sul mercato finanziario (*Eurobond*) con la garanzia congiunta degli Stati Membri. Il trasferimento del debito sovrano all'Agenzia Europea dovrebbe anche generare utili da reinvestire nel sistema infrastrutturale europeo. Si ritiene che la Germania e gli altri paesi economicamente più forti dovrebbero sottoscrivere tale opzione per i pesanti risvolti politici che una prolungata cattiva gestione del debito dei paesi periferici potrebbe causare. Inoltre essi dovrebbero fare memoria di quanto la costruzione della moneta unica abbia stimolato la loro competitività internazionale. Un'altra proposta è stata fatta in merito agli indicatori di misurazione della stabilità finanziaria. Alcuni esperti propongono di prendere a riferimento il *tax gap*, poiché questo indice integra le indicazioni del tasso di crescita del PIL e dei tassi d'interesse di mercato con una misura di finanza pubblica. Tale indice predirebbe meglio anche la crescita potenziale dell'economia. Si è poi evidenziato come il dibattito sulla politica fiscale stia concentrando sull'imposizione di ulteriori restrizioni. Questo però porterebbe ad una forte confusione tra gli obiettivi della politica fiscale (crescita ed occupazione) e i suoi strumenti (stabilità dei conti pubblici). Un altro evidente rischio dell'attuale approccio d'emergenza alla politica fiscale è quello di guardare solo alla quantità della spesa pubblica e non alla sua qualità. In un ulteriore esercizio empirico alcuni economisti hanno evidenziato come la *golden rule* sul debito pubblico abbia un impatto meno restrittivo sulla finanza pubblica rispetto ai regimi correnti.

### **Contabilità, sistema finanziario e la crisi**

In questa sessione si è tentato di proporre nuovi strumenti interpretativi per meglio comprendere gli squilibri di sistema che hanno portato alla grande crisi finanziaria del 2007. E' opinione diffusa che sia necessario guardare alla contabilità finanziaria in quanto essa misura in modo integrato le posizioni di debito e credito dei principali attori istituzionali: le imprese, le famiglie, gli intermediari finanziari, il settore pubblico e l'estero. Si suggerisce in particolare di adottare un approccio basato sui *flow fund*, come viene fatto all'indomani della crisi da importanti banche centrali (es. Banca Centrale Europea, Bank of England) per studiare la fragilità finanziaria del sistema. I partecipanti alla sessione hanno riconosciuto infatti che l'analisi del mercato finanziario negli ultimi anni si è concentrata troppo sulle scelte individuali, sottovalutando le interconnessioni tra settori, sottovalutando che le esposizioni di ciascun settore si riflettono sugli altri. Si ritiene opportuno spostare l'accento dalle variabili di stock ad un approccio di flusso. Gli economisti del tavolo hanno poi notato come la letteratura abbia molto studiato la convergenza tra paesi relativamente al loro PIL, ma non relativamente ai loro sistemi finanziari. Guardando all'Europa, si è evidenziato come le istituzioni finanziarie europee abbiano accelerato il processo di convergenza soprattutto dopo l'adozione della moneta unica.