

La fondazione di *Prometeia Associazione per le previsioni econometriche* risale al 9 ottobre 1974 ad opera di un gruppo di giovani professori dell'Università di Bologna, sotto la guida di Nino Andreatta.

Il gruppo aveva costruito un modello econometrico dell'economia italiana nell'ambito del Progetto Link della Wharton School della Pennsylvania University.

I soci fondatori di quella piccola antesignana start-up dell'Università, dopo aver raccolto un numero iniziale di 12 soci ordinari, nel 1975 iniziarono a utilizzare il modello econometrico per formulare analisi e previsioni da distribuire tra gli associati.

Il 17 novembre 1995 Prometeia celebrò con un convegno di studio i suoi vent'anni di attività guardando al 2020. Il 26 novembre scorso ha organizzato una giornata di studio dedicata alle prospettive dell'economia italiana e mondiale nei prossimi decenni, come primo momento celebrativo dei 40 anni della sua attività. Oggi con questo incontro concludiamo la celebrazione dell'anniversario nel modo per noi più significativo.

Nella relazione introduttiva alla giornata di studio del 26 novembre ho utilizzato il 1975 e 1995 come anni focali, emblematici di importanti modificazioni dello scenario internazionale e delle tendenze dell'economia italiana. Fattori che hanno costituito stimolo per le nostre capacità di analisi e sfide per l'evoluzione degli strumenti di previsione.

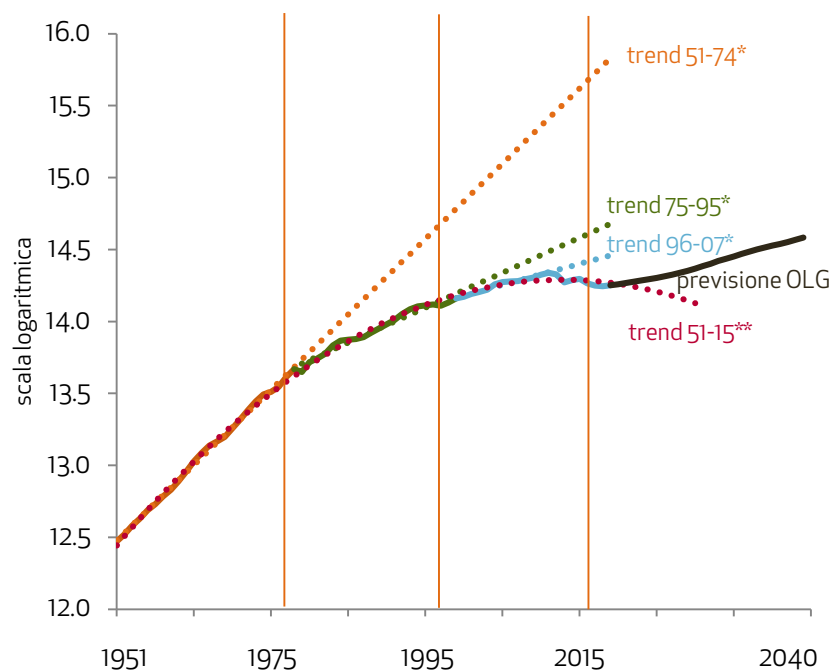


Figura 1 – I futuri del passato e del presente.
Pil a valori concatenati (base=2010)

Nella prima metà degli anni '70 finisce la cosiddetta età dell'oro, sia internazionale che nazionale e il trend della nostra crescita si riduce sostanzialmente (Fig. 1). Nella prima metà degli anni '90, crisi finanziarie e valutarie inducono una nuova correzione al ribasso del nostro trend di crescita. Dal 2015, il grafico mostra una nostra valutazione di come si prospetta potenzialmente l'uscita dalla crisi nei prossimi decenni.

Non è una previsione a 25 anni ma un modo per esprimere qualitativamente gli effetti della transizione demografica. In altre parole, questo scenario descrive le implicazioni macroeconomiche del sovrapporsi nel tempo di generazioni la cui numerosità è molto diversa. Tale sovrapporsi delle generazioni previste dall'Istat per i prossimi decenni esercita effetti su offerta di lavoro, formazione di risparmio, accumulazione di capitale e quindi crescita del Pil.

Se confrontato con l'estrapolazione del meta-trend 1951-2015, lo scenario per l'Italia può apparire ottimistico, ma una più attenta ispezione del grafico mostra che il livello di Pil del 2007 sarebbe raggiunto nell'intorno del 2024 e al 2040 non avremmo ancora recuperato il livello ipotetico descritto dal trend 1996-2007.

Questo scenario pluridecennale è ottenuto in una economia-mondo costituita solamente da tre economie nazionali pienamente integrate (Francia, Germania, Italia) ed evidenzia le implicazioni sulla crescita potenziale delle diverse caratteristiche demografiche (Fig. 2).

Questa valutazione del futuro delle tre economie europee è disegnata volutamente senza tener conto di quanto potrà avvenire sullo scenario dell'economia mondiale. L'analisi di ciò è stata l'obiettivo del Convegno del 26 novembre, la cui documentazione si trova sul sito di Prometeia.

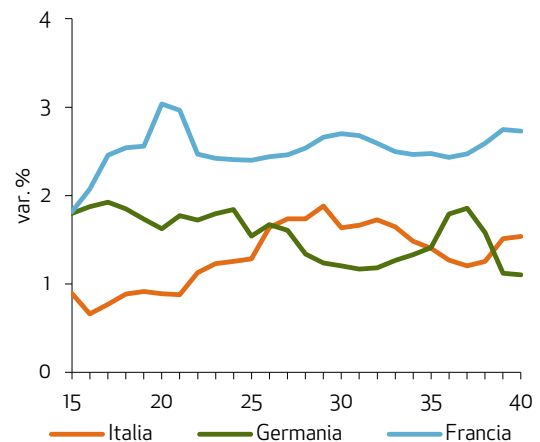


Figura 2 – Italia vs Germania e Francia.
Il Pil potenziale

Non solo quelle proiezioni non considerano l'evoluzione dello scenario internazionale, c'è anche un attore importante che rimane silente: la politica economica.

In quello che segue mi concentrerò sui mutamenti di regime delle politiche economiche nel corso degli ultimi 40 anni e su come questi mutamenti hanno inciso sul tipo di strumenti da noi utilizzati e ci hanno spinto ad allargare i nostri interessi di studio.

Ritorniamo indietro ai primi anni '70, quelli della gestazione di Prometeia Associazione. Furono anni di radicale cesura nell'evoluzione delle economie avanzate e nell'efficacia delle politiche allora dominanti.

Uno shock da offerta, quello del petrolio, gestito alla luce delle politiche di stabilizzazione della domanda, trasformò una forte variazione di prezzi relativi nella Grande Inflazione.

Il fenomeno allora nuovo della stagnazione con inflazione (diverso dall'attuale stagnazione con deflazione) mise in crisi il vantaggio comparato della politica di bilancio nel perseguimento della stabilizzazione dell'attività economica.

La persistenza dell'inflazione richiese il ripensamento della politica monetaria che per decenni, disponendo dell'ancoraggio delle grandezze nominali all'oro e al dollaro/oro, aveva affrontato le fiammate d'inflazione come episodi limitati nel tempo il cui governo non incideva sul concetto di tasso di interesse nominale normale.

Seguendo la falsariga della scansione temporale utilizzata per l'economia reale, il 1975 è l'anno in cui nel nostro paese, ma non solo, i rendimenti nominali si sganciano dal concetto di normalità secolare cui gli operatori facevano riferimento (Fig. 3).

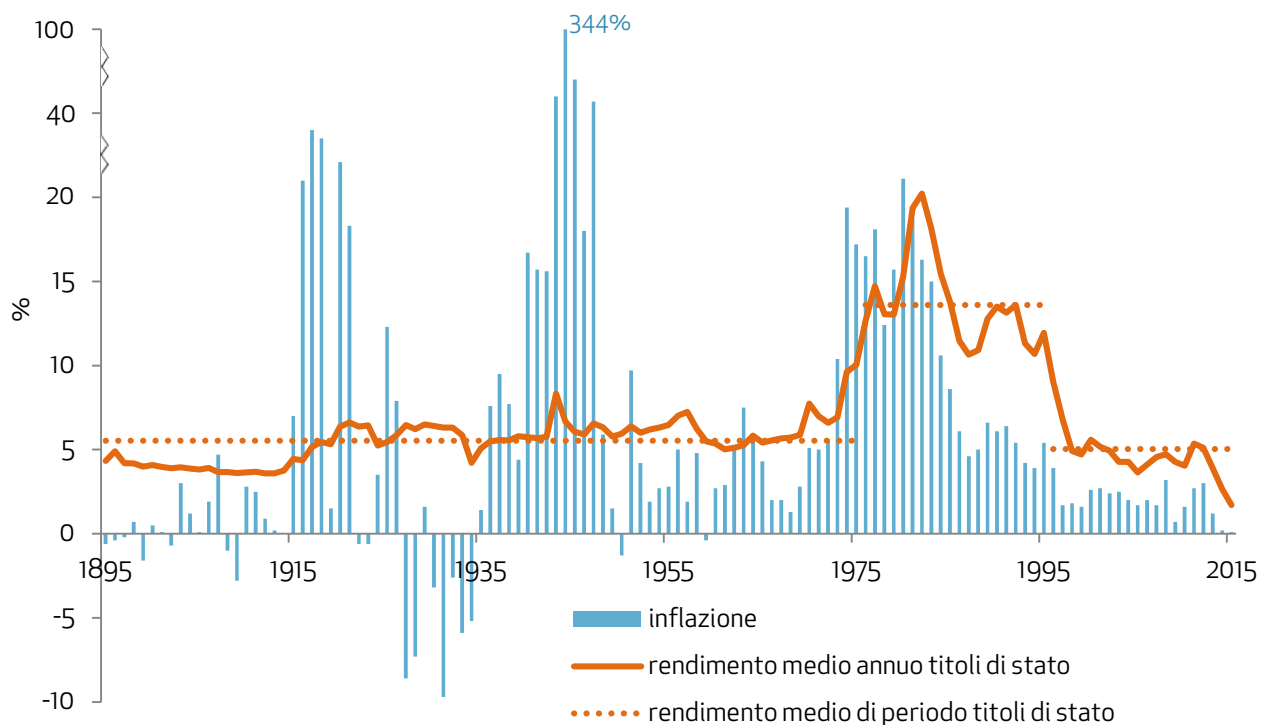


Figura 3 - Italia: Tassi d'interesse e inflazione

L'assegnazione degli strumenti di politica economica agli obiettivi da perseguire appare confusa, non solo in Italia.

Perso il vecchio ancoraggio, si cerca il nuovo nelle politiche dei redditi, si comincia a parlare di politiche di offerta e le imprese sono disorientate: non c'è più la certezza, come nei decenni

precedenti, della crescita della domanda, della stabilità del livello dei tassi di interesse e di cambio. È in questo contesto di ricerca di nuovi modelli interpretativi che prende avvio l'attività di Prometeia Associazione.

Anche dal punto di vista accademico gli stimoli che vennero dalle incertezze delle politiche economiche furono molto importanti.

Persistenza dell'inflazione, aspettative, analisi della capacità di previsione e della formazione delle aspettative fino a giungere alle aspettative formate in modo razionale furono tutti temi di un ciclo di seminari accademici organizzato da alcuni membri del CS dell'Associazione assieme ad altri colleghi accademici di diverse università italiane (tra i quali il nostro ospite).

Forse è un po' esagerato, ma è mia impressione che quel ciclo di seminari sia rimasto nella memoria della nostra generazione di economisti.

I primi venti anni della nostra attività, 1975-'95, furono accompagnati, quindi, da radicali mutamenti nella gestione delle politiche economiche indotti dallo shock petrolifero.

L'obiettivo era il rientro dalla Grande Inflazione e per il mix delle politiche economiche maturò una diversa assegnazione strumenti-obiettivi. Alla politica monetaria il controllo dell'inflazione (*inflation targeting*) e alla politica di bilancio la stabilizzazione del disavanzo e del debito pubblico.

In altre parole, l'obiettivo della politica fiscale passò dalla stabilizzazione dell'economia alla sostenibilità della finanza pubblica. Si gettarono, inoltre, le basi per la liberalizzazione dei sistemi finanziari e l'uscita da decenni di repressione finanziaria, come ora vengono chiamati i primi 25 anni del dopoguerra.

Se ciò è vero per gran parte dei paesi avanzati è meno vero per il nostro, dove, per tutti gli anni '80, l'uscita dalla repressione finanziaria è lenta e il rientro dall'inflazione, ancor più lento, è in realtà una repressione dell'inflazione. L'inflazione, infatti, viene in un certo senso "trasformata" in debito pubblico crescente (Fig. 4). Ciò a causa dell'anomala combinazione delle politiche monetaria e fiscale (restrittiva l'una, espansiva l'altra).

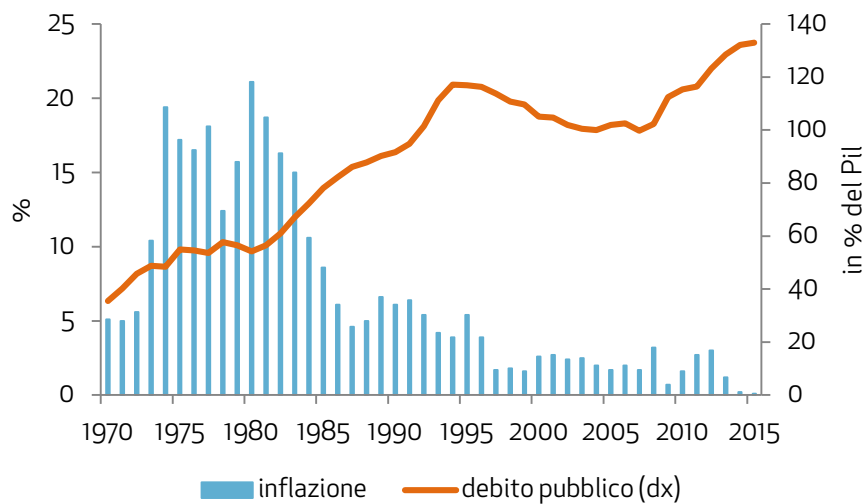


Figura 4 – Debito pubblico e inflazione

Mentre in altri paesi l'ancoraggio della politica monetaria all'*inflation targeting* trova fondamento sufficiente nella credibilità dell'intero policy mix e quindi nella reputazione dei *policy maker*, in Italia il non coordinamento delle politiche richiede che si cerchi un'ancora nel legarsi le mani con lo Sme e nell'adesione alle tappe verso il mercato unico e l'unione monetaria.

Tutto ciò diventa un tema d'analisi accademica e nella seconda metà degli anni '80 si costituisce l'*Italian Macroeconomic Policy Group* che in collaborazione con il Cepr organizza alcuni convegni di studio su questi temi. A questo gruppo oltre ad altri accademici partecipano tre membri dell'attuale CS dell'Associazione e, di nuovo, il nostro ospite.

Variabilità dei tassi di interesse, massicci collocamenti di debito pubblico, variabilità della liquidità del sistema, nuova articolazione dei canali di raccolta dei flussi di risparmio determinano il terreno per l'ampliamento dell'attività di Prometeia. Attività che, come nel caso della previsione macroeconomica, sposa l'analisi quantitativa con le implicazioni che discendono dalla teoria economica allargata, ora, a includere le scelte di natura finanziaria.

Mentre cominciano a consolidarsi queste attività svolte dalla società "figlia", Prometeia Spa, altre svolte radicali si manifestano.

Quando la convergenza della nostra economia sembrava alle porte, all'inizio degli anni '90, le crisi finanziarie dei paesi scandinavi e, più lontana, quella giapponese, seguite dalla crisi valutaria dello Sme mettono a nudo la insostenibilità della nostra politica economica zoppa.

L'insieme di riforme che in quel periodo si mette in atto (sistema bancario sistema pensionistico sia pubblico che complementare, di pari passo con l'integrazione dei mercati europei dei beni e dei fattori produttivi) e l'anticipazione dei loro effetti stimola un ulteriore ampliamento della

nostra analisi alle implicazioni operative dei vincoli micro-prudenziali, alla previsione dei bilanci bancari e agli strumenti di *asset management*.

In generale, con la liberalizzazione e integrazione dei mercati finanziari si diffonde anche in Italia la cultura del rischio, diffusione cui la nostra attività contribuisce, offrendo strumenti per la sua valutazione sistematica e quindi offrendo possibilità per la sua moderazione.

Nel convegno organizzato nel 1995, in concomitanza con gli eventi appena descritti, si intravedevano le ansie che ora sono conclamate. Sul piano politico,

- » il passaggio dallo scontro tra le ideologie allo scontro tra le civiltà (*clash of civilizations*, si diceva allora),

su quello economico,

- » l'invecchiamento della popolazione nei paesi avanzati,
- » le implicazioni non sempre facili da accettare per le politiche economiche nazionali dell'allora imminente unione monetaria europea,
- » la globalizzazione rapidamente crescente e la difesa dei livelli di benessere dei paesi avanzati,
- » infine, l'incognita prevalentemente positiva della rivoluzione tecnologica allora incipiente.

Nel nostro paese il successo nel consolidare la convergenza dell'inflazione vent'anni dopo lo shock petrolifero lascia comunque aperta la questione del debito pubblico e la politica di bilancio si adatta anche in Italia a perseguire esplicitamente l'obiettivo della sua sostenibilità. Tale perseguimento è ancora in corso. Le ragioni sono molteplici e note.

Tra il 1996 e il 2006, sul piano internazionale si consolida ancor più *inflation targeting* per la politica monetaria e la sostenibilità del debito pubblico per quella fiscale.

La credibilità è piena da parte dei *policy maker* e si sperimenta una fase che viene chiamata la Grande Moderazione.

Sotto quella superficie, la necessità di sgonfiare senza traumi la bolla internet andava montando una successione di altre bolle che esploderanno nel 2007 e 2008.

Da allora siamo dentro a una crisi che ha avuto diversi episodi e i cui più recenti colpi di coda stiamo ora sperimentando con il rallentamento della crescita anche dei paesi emergenti.

Ci troviamo con aspettative depresse ancor più di quanto a metà anni '90 fu espresso dal libro di Krugman, *The Age of Diminished Expectation*, che, parafrasato ora, può oscurare la visione ottimistica della tecnologia in *The Second Machine Age*. È stato chiamato pessimismo irrazionale, oppure *bad equilibrium*, oppure ancora trappola della liquidità.

Di conseguenza la gamma dei possibili scenari è cresciuta. Di qui la sollecitazione che ci ha portato a sviluppare analisi quantitative degli impatti dei diversi possibili scenari macro sul conto economico e patrimoniale degli intermediari finanziari.

I livelli elevati di debito pubblico, tornati a crescere dopo il 2007, hanno ingessato le politiche di bilancio e ora la politica monetaria è caricata implicitamente di tutti gli obiettivi: sostegno all'attività economica, governo dell'inflazione e difesa della stabilità finanziaria.

Ciò ha portato ad articolare al suo interno una molteplicità di strumenti non necessariamente indipendenti tra loro, come non lo sono gli obiettivi:

- » controllo dei tassi a breve per l'inflazione,
- » *Quantitative easing* e *forward guidance* per il controllo della curva dei rendimenti e quindi dell'attività economica,
- » misure macro-prudenziali per la stabilità finanziaria.

Qualcuno ha detto, che solo un accidente divino può consentire alla politica monetaria di raggiungere tutti quegli obiettivi simultaneamente.

Tutto ciò premesso, vent'anni dopo il 1995, ci possiamo domandare che cosa stiamo covando oggi, nel 2015? Nel convegno del 26 novembre scorso le risposte sono state:

- » globalizzazione delle economie reali più lenta del passato;
- » comunque, ulteriore spostamento verso il Pacifico di quella che Braudel chiamò economia-mondo sia dal p.d.v. reale, che tecnologico,
- » ma soprattutto da quello finanziario e di governo delle quantità monetarie con l'importante ruolo che la Cina assumerà anche in questo ambito.

Tutti questi sono fenomeni che potremmo dire fisiologici, che prospettano anche nel futuro tensioni sui livelli di benessere dei paesi avanzati e sulla loro espansione e inducono a ricercare una compensazione nella ripresa di un vantaggio comparato sull'innovazione tecnologica e nella creazione di un mercato dei capitali europeo effettivamente unico.

Per quanto riguarda l'Europa, le prospettive non si possono attribuire solamente a una evoluzione fisiologica. La potenziale patologia è abbastanza ricca.

La crescita economica è esposta a ostacoli di natura

- » socio-politica (migrazione, terrorismo, movimenti anti-euro, ecc.),
- » istituzionale (l'immobilismo istituzionale non ha esaudito tutte le promesse iniziali di prosperità, nella democrazia e nella pace),
- » demografica (effetti reali, prima segnalati, e psicologici, ovvero un atteggiamento collettivo progressivamente più impaziente nei confronti del futuro).

E quindi che cosa sta covando oggi l'Europa? Un uovo di serpente? Se così fosse, non siamo a sufficienza perspicaci per guardare attraverso il guscio? Speriamo non si tratti di un uovo di serpente. Comunque, tutto è nelle mani della politica *tout court* e solo in parte della politica economica.

Le previsioni che formuliamo ogni tre mesi con un orizzonte che va da tre a sette anni, per costituire un utile strumento per le decisioni d'impresa devono fondarsi sulla politica economica probabile. A questo fine normalmente cerchiamo di esplorare le funzioni obiettivo delle Banche Centrali e i vincoli a cui sono sottoposte.

Recentemente ciò è diventato via via più importante e complesso allo stesso tempo per la dimensione globale che la deflazione ha assunto.

La dimensione internazionale della deflazione non è un fenomeno nuovo, nel passato pesanti fasi di caduta del livello dei prezzi internazionali e nazionali si sono manifestate negli anni '80 e '90 del XIX secolo e negli anni '30 del XX.

La più elevata integrazione reale e finanziaria rispetto ad allora renderà sempre di più nei prossimi anni inflazione o deflazione fenomeni di natura internazionale e sarà forse via via più difficile per le attuali due Banche Centrali sistemiche dal punto di vista planetario evitare un coordinamento tacito. Ancor più complessa la collaborazione quando nel corso dei primi anni venti di questo secolo anche la *People's Bank of China* avrà assunto tale ruolo.

È per questo che non vi è migliore chiusura degli incontri per il nostro 40esimo anniversario che la presenza di uno di quei due banchieri centrali globali.

È quindi un onore per noi che Mario Draghi abbia accettato di essere qui, lo ringrazio calorosamente e lo invito a prendere la parola.

Paolo Onofri
Segretario Generale
Prometeia Associazione