

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria nei paesi industriali è stato espansivo. Ciò è riconducibile, da un lato, alla debole ripresa nel 2002 e, dall'altro, alla minaccia di una drastica contrazione dell'attività economica in un clima di accresciuta incertezza. In particolare, le autorità hanno dovuto affrontare l'arduo compito di sostenere la spesa per consumi, contrastare gli effetti sulla domanda prodotti da fattori finanziari avversi negli ultimi mesi del 2002 e rinsaldare la fiducia in presenza di rischi di natura geopolitica agli inizi di quest'anno.

Negli Stati Uniti i perduranti effetti degli squilibri precedenti hanno continuato a incidere pesantemente sulle prospettive di una robusta ripresa. In siffatto contesto, la Riserva federale ha lasciato invariato per gran parte del periodo il tasso d'interesse obiettivo, riducendolo in una sola occasione verso la fine del 2002. Dato il permanere di timori per l'inflazione, la BCE ha mantenuto inizialmente costanti i tassi su un livello più elevato, per poi abbassarli sulla spinta di un inatteso indebolimento della crescita. Il quadro di politica economica del Giappone rappresenta un caso a sé. L'economia ha dato segni di stabilizzazione, ma le prospettive sono rimaste assai incerte. Di conseguenza, la Banca del Giappone ha continuato a perseguire e a intensificare la propria politica di allentamento quantitativo. Le condizioni sono apparse più differenziate in altri paesi industriali, dove alcune banche centrali hanno inasprito i tassi nel timore di crescenti pressioni inflazionistiche.

Sebbene le aspettative più diffuse preconizzino una ripresa della crescita in un contesto di bassa inflazione, le economie appaiono ancora esposte a una serie di squilibri. Ciò rende possibile il protrarsi del periodo di debolezza e, con esso, uno scenario in cui la deflazione potrebbe verosimilmente propagarsi al di là dei confini asiatici. Un'apposita sezione alla fine di questo capitolo affronta il problema del rischio deflativo e delle sue implicazioni per le banche centrali nelle economie industriali avanzate.

Rassegna degli sviluppi

Stati Uniti

Nel periodo in esame la Riserva federale ha mantenuto un orientamento monetario decisamente accomodante in risposta a un'economia colpita da un ristagno dell'attività, da rischi economici e geopolitici, nonché dal possibile indebolimento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

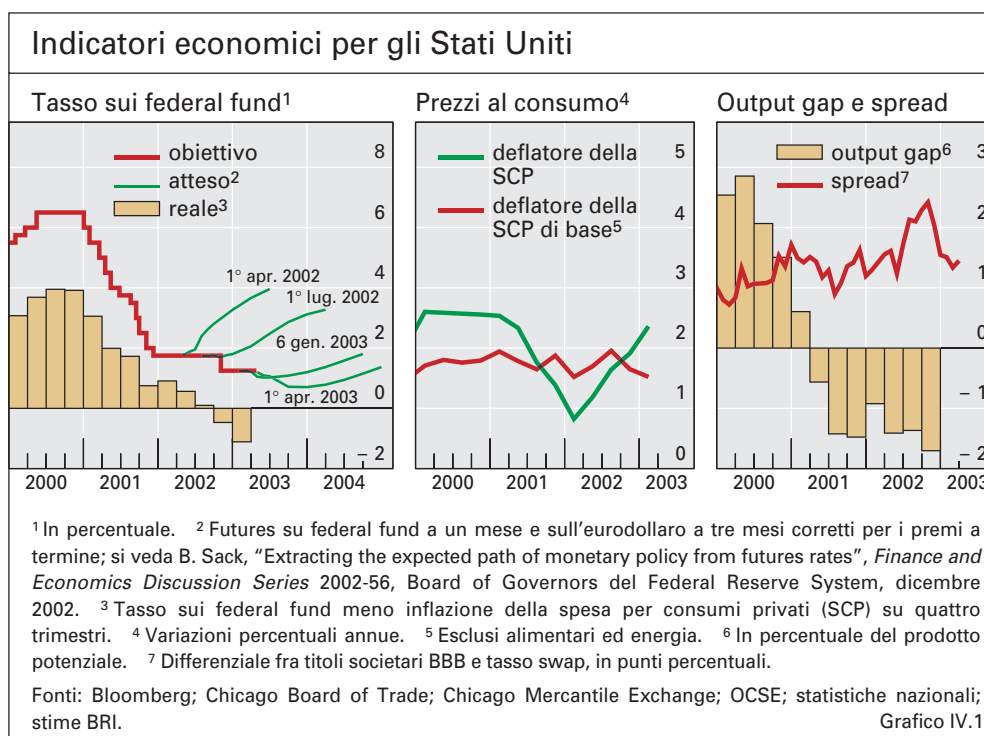
La politica
monetaria USA
resta molto
accomodante

Tuttavia, con l'evolversi delle condizioni economiche la Riserva federale ha avvertito la necessità di apportare taluni aggiustamenti al grado di condiscendenza monetaria.

Agli inizi del 2002 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha modificato la propria valutazione dei rischi, secondo cui risultavano preminenti quelli di indebolimento dell'economia, per assegnare uguale rilevanza ai rischi insiti nella dinamica del prodotto e dell'inflazione. La spesa per consumi si era dimostrata più resiliente di quanto previsto in precedenza, e il ciclo delle scorte aveva assunto una dinamica più favorevole. Con il migliorare delle prospettive e un tasso ufficiale attestato all'1,75% soltanto, i mercati si attendevano un significativo incremento a breve termine del tasso obiettivo sui federal fund (grafico IV.1). Ad agosto, il FOMC ha tuttavia corretto al ribasso le sue previsioni sia sulla solidità della ripresa sia sull'intensità delle spinte inflazionistiche, spostando nuovamente la bilancia dei rischi verso una crescita inferiore alla media. A novembre le condizioni si erano indebolite al punto da giustificare un taglio del tasso ufficiale di 50 punti base, leggermente superiore al previsto; con un'inflazione di fondo prossima al 2% su base annua, il tasso depurato della componente inflazionistica si collocava intorno al -1%, livello mai toccato dalla metà degli anni settanta.

Il clima di crescente incertezza è stato segnalato tra i principali fattori all'origine della decisione di novembre, a causa del suo effetto restrittivo sulla spesa, sulla produzione e sull'occupazione. Le preoccupazioni degli investitori per gli scandali societari e le irregolarità contabili hanno rappresentato esse stesse un insolito fattore frenante, che si è tradotto in un indebolimento dei mercati azionari e in più elevati spread creditizi (Capitolo VI). Con una mossa che non ha mancato di sorprendere, il FOMC ha affiancato alla riduzione del tasso sui federal fund l'adozione di una valutazione bilanciata dei rischi.

Il tasso sui federal fund scende ai minimi degli ultimi 40 anni



Questa concomitanza di decisioni pare aver suscitato fra gli operatori un certo disorientamento su quale fosse il reale punto di vista del Comitato circa la direzione del tasso ufficiale nel breve periodo.

Agli inizi del 2003 il tasso ufficiale è stato mantenuto inalterato nonostante l'aggravarsi delle incertezze sulle prospettive economiche a breve termine. Tuttavia, il FOMC ha temporaneamente sospeso la prassi di notificare la sua valutazione dei rischi al termine delle periodiche riunioni programmate; un comunicato stampa precisava che non potevano essere fornite utili informazioni a causa dell'eccessiva instabilità degli sviluppi. In maggio, peraltro, il Comitato ha ripristinato questa prassi, valutando come preponderanti i rischi orientati verso la debolezza. Pur considerando sostanzialmente bilanciati i rischi per il conseguimento di una crescita sostenibile nel breve periodo, il FOMC riteneva che la probabilità di un sostanziale e indesiderato calo dell'inflazione, per quanto esigua, fosse comunque maggiore di un suo aumento.

Si intensificano le incertezze, specie quelle di ordine geopolitico

Due altre importanti questioni sono state oggetto di particolare attenzione nel periodo considerato: la deflazione e l'efficacia della politica monetaria. Nell'ultimo anno non è stato possibile escludere del tutto la prospettiva, ancorché remota, di una deflazione, considerati il contesto di bassa inflazione, il perdurante sottoimpiego di risorse, la potenziale gravità degli squilibri finanziari e una ripresa ancora vulnerabile a sviluppi avversi. Esponenti della Riserva federale hanno dichiarato che, pur nell'improbabile caso di un azzeramento dei tassi d'interesse nominali, gli altri strumenti di politica monetaria sono stati ritenuti sufficienti a combattere la deflazione (si veda oltre).

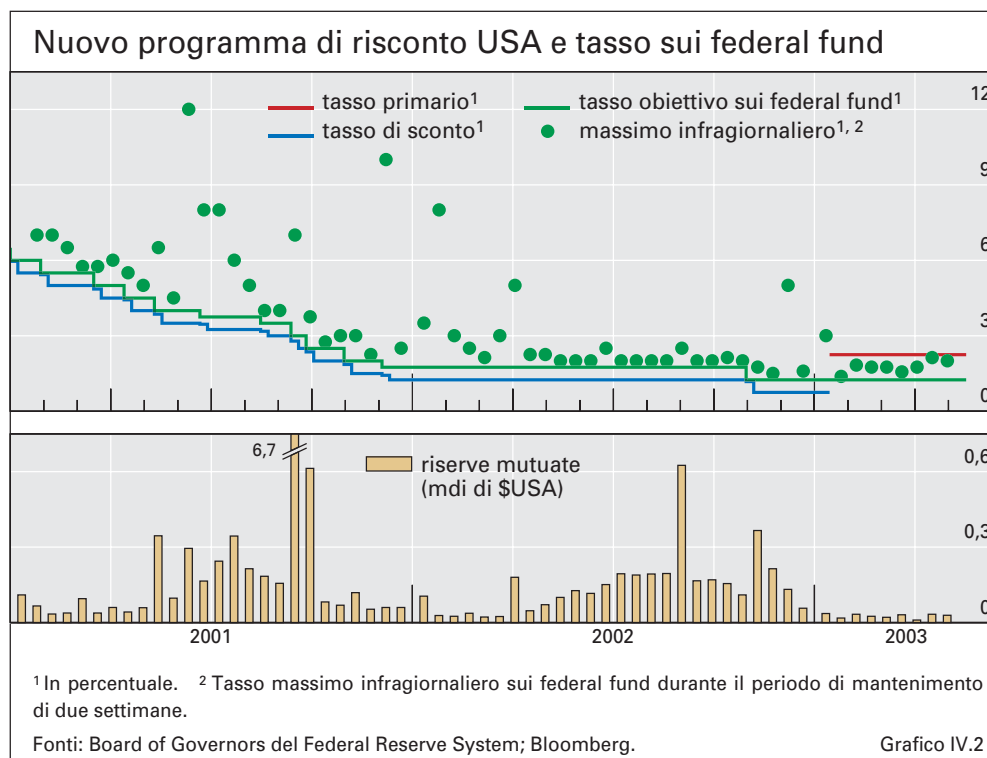
Si affrontano i timori legati alla deflazione ...

La debolezza della ripresa ha chiamato in causa la stessa efficacia della politica monetaria nelle attuali circostanze. È indubbio che l'attività in alcuni comparti, quali le spese in conto capitale e gli immobili commerciali, è stata particolarmente deludente. Anche la fiducia delle imprese e dei consumatori è sembrata piuttosto insensibile ai più bassi tassi d'interesse. Se le crescenti incertezze rappresentano una delle possibili spiegazioni, un ulteriore effetto frenante è provenuto dal ribasso dei prezzi azionari e dalla necessità di rafforzare i bilanci societari. Questi sviluppi, così come il calo del dollaro, avrebbero provocato una parziale "fuga verso la qualità", rivelatasi peraltro ordinata e gestibile (Capitolo VI). Nel complesso, il permanere di queste forze contrarie ha richiesto tassi ufficiali più bassi del consueto per determinare il grado di stimolo desiderato. Nondimeno, la politica monetaria ha avuto un effetto positivo su diversi altri settori sensibili ai tassi d'interesse, come l'edilizia residenziale, la domanda di abitazioni e i beni di consumo durevoli, specie gli autoveicoli (Capitolo II). Pertanto, l'evidenza non sembra finora segnalare sostanziali rischi di inefficacia della politica monetaria a livello aggregato.

... e il grado di efficacia della politica monetaria

Nel gennaio 2003 la Riserva federale ha adottato un nuovo meccanismo istituzionale per le sue operazioni di sconto, sostituendo gli "adjustment and extended credit programs" con una nuova facilitazione di tipo Lombard in uso presso altre importanti banche centrali. Il programma di credito primario, ora programma principale della Fed, eroga fondi su base fiduciaria a solide istituzioni di deposito a un tasso d'interesse superiore a quello obiettivo sui federal fund (grafico IV.2). Questa prassi elimina molti degli

La Riserva federale introduce una facilitazione di tipo Lombard



oneri amministrativi connessi con il programma precedente. Il tasso di rifinanziamento dovrebbe servire anche da limite massimo per la volatilità infragiornaliera del tasso sui federal fund. La ristrutturazione dello sportello di risconto non riflette un cambiamento nell'impostazione della politica monetaria, che continua a essere determinata primariamente dal tasso obiettivo sui federal fund.

Area dell'euro

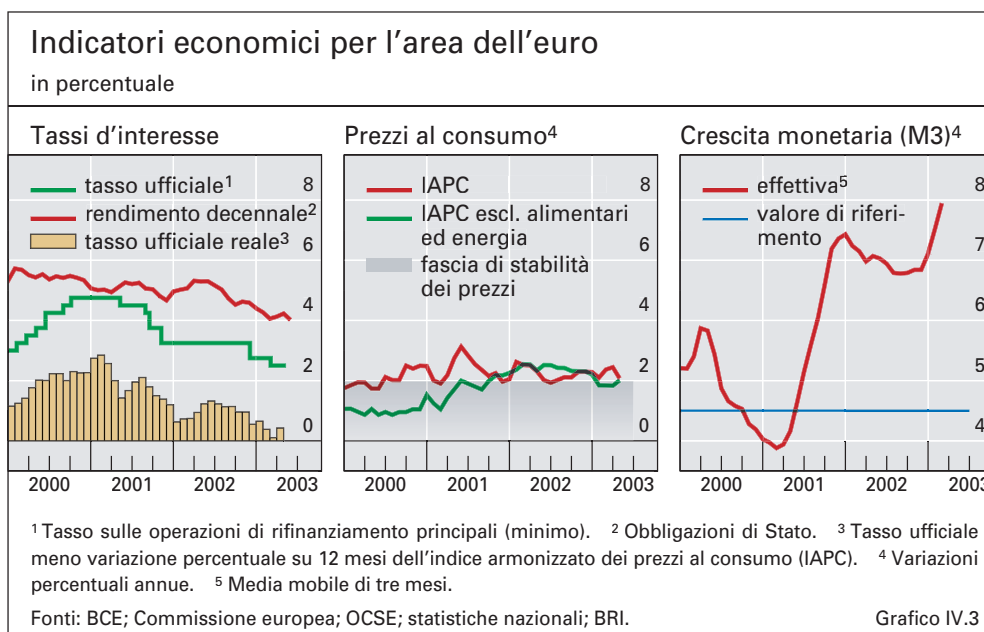
Politica monetaria cautamente espansiva nell'area dell'euro

I tassi ufficiali nell'area dell'euro sono rimasti invariati per la maggior parte del 2002 (grafico IV.3). Il contesto economico era caratterizzato da un'imprevista debolezza della crescita e da un'inflazione persistentemente elevata, mantenutasi al disopra del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della BCE. Per un certo periodo, quest'ultima ha temuto in particolare l'eventualità che le aspettative inflazionistiche si stabilizzassero a tale livello.

Le pressioni inflazionistiche sono motivo di preoccupazione nella prima metà del 2002 ...

Nondimeno, nel corso dell'anno la posizione della BCE circa l'equilibrio dei rischi per la stabilità dei prezzi si è modificata. Nell'estate 2002 i rischi di inflazione erano giudicati al rialzo, considerate un'espansione monetaria costantemente elevata, la dinamica salariale e la percezione da parte del pubblico di effetti inflazionistici prodotti dal passaggio alle banconote e monete in euro. Agli inizi dell'autunno la BCE ha assunto una valutazione più neutra, anche se le tendenze monetarie e salariali rimanevano sfavorevoli e i prezzi petroliferi erano aumentati. Ai primi di novembre i rischi erano considerati decisamente al ribasso, a causa della grande incertezza sull'andamento della crescita.

In dicembre la BCE ha abbassato di 50 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, ritenendo che le pressioni inflazionistiche si



stessero allentando per effetto della debole espansione economica e della minaccia sempre più incombente di una fase recessiva. Nel frattempo la crescita della moneta M3 si manteneva ben al disopra del valore di riferimento del 4,5% fissato dalla BCE. Quest'ultima spiegava che il rapido ritmo di crescita monetaria era in gran parte influenzato da ricomposizioni dei portafogli indotte dal clima di grande incertezza circa le condizioni economiche presenti, da tensioni nel mercato finanziario e dai minori tassi d'interesse. Nondimeno, a causa del persistente scostamento della crescita della M3 dal valore di riferimento, si è posto l'interrogativo di quanto tempo ancora sarebbe stato necessario affinché la domanda di moneta in senso ampio tornasse a stabilizzarsi in misura tale da consentirne l'impiego come indicatore affidabile della politica monetaria.

Un nuovo taglio dei tassi ufficiali è stato operato agli inizi di marzo, in quanto si prevedeva un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche in presenza di una crescita ancora al disotto della media e dell'apprezzamento dell'euro. Alla luce del clima di pronunciata incertezza originata dalle tensioni geopolitiche, la BCE faceva osservare – alla stessa stregua della Riserva federale – come fosse difficile prefigurare l'equilibrio dei rischi a breve termine. Inoltre, si riteneva che la direzione e la potenziale efficacia dell'azione monetaria nel medio periodo dipendessero da altre politiche nell'area dell'euro, in particolare dall'ulteriore consolidamento fiscale e dai progressi nelle riforme dei mercati del lavoro e dei beni.

Per gran parte del periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria della BCE è stato criticato in quanto troppo restrittivo, specie nel confronto con quello della Riserva federale. È possibile che vi abbiano concorso le differenze nel meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e nel quadro operativo, in particolare la più esplicita enfasi posta dalla BCE sul conseguimento della stabilità dei prezzi e il maggior peso attribuito agli aggregati monetari. Nello stesso tempo, anche le diverse condizioni

... ma in seguito si profilano maggiori rischi di debolezza

I tassi vengono abbassati agli inizi del 2003

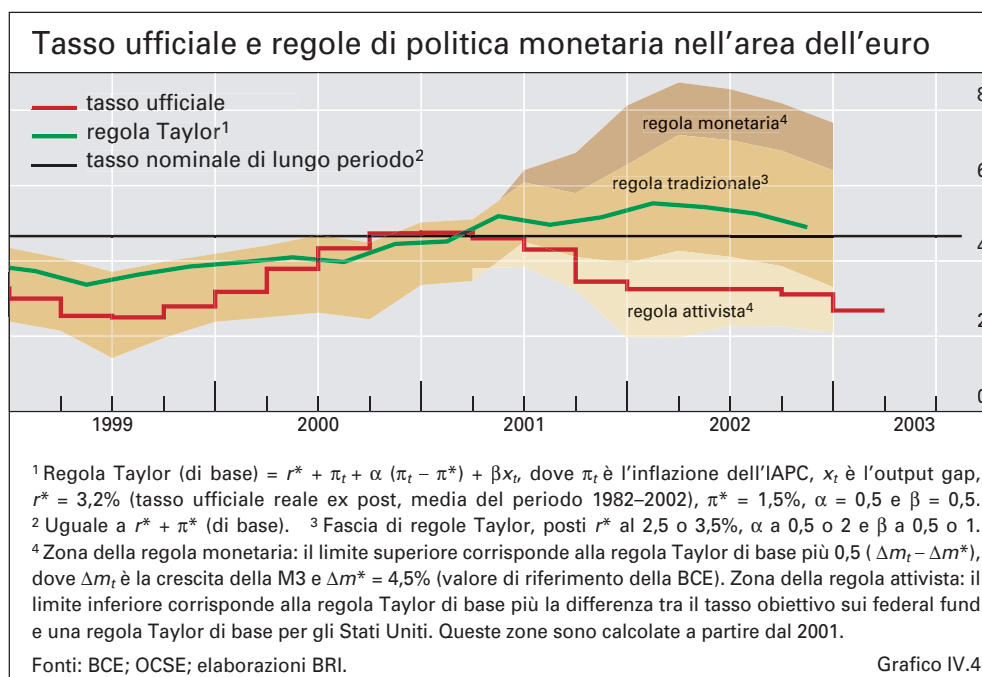
Critiche alla politica monetaria della BCE per il suo orientamento troppo restrittivo ...

economiche fra area dell'euro e Stati Uniti potrebbero aver giustificato il mantenimento di tassi relativamente più elevati.

Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui – tenuto conto della situazione specifica delle rispettive economie – la BCE e la Riserva federale avrebbero seguito politiche sostanzialmente concordanti. Una valutazione dell'orientamento della politica monetaria nell'area dell'euro è fornita nel grafico IV.4, che raffronta il tasso ufficiale effettivo con le fasce del suo valore implicito nelle varie regole del tipo postulato da Taylor. In base a tali misure, non solo il tasso ufficiale è inferiore al suo livello neutrale di lungo periodo, ma la politica della BCE risulta più espansiva di quanto sarebbe stato coerente con la fascia di regole Taylor tradizionali. Questa argomentazione sarebbe ancor più valida ove si fosse ritenuto opportuno far reagire la politica monetaria direttamente alla crescita della M3, oltre che all'inflazione e all'output gap. Tuttavia, così come per gli Stati Uniti, dove il tasso sui federal fund è stato del pari mantenuto al disotto dei livelli impliciti nelle regole Taylor, l'orientamento particolarmente espansivo in rapporto a queste semplici regole di riferimento potrebbe risultare giustificato da una serie di circostanze eccezionali. Fra queste vanno menzionate il precedente crollo dei corsi azionari, la situazione geopolitica e persino la possibilità di toccare la soglia zero, tutti fattori non facilmente incorporabili nelle regole tradizionali di politica monetaria.

Nel maggio 2003 la BCE ha annunciato i risultati della revisione della sua strategia di politica monetaria. Nel mantenere invariata la propria definizione di stabilità monetaria, il Consiglio direttivo precisava che era suo intendimento mantenere l'inflazione in prossimità del 2% nel medio periodo, a riprova del proprio impegno a premunirsi contro la deflazione. Inoltre, confermando l'approccio dei due pilastri, la BCE ha sottolineato che questi si riferiscono a due diversi orizzonti di politica monetaria. La valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e nel medio periodo sarà effettuata sulla

... ma ciò contrasta con i valori di riferimento tradizionali



base di un'ampia analisi economica, comprendente l'esame degli shock che colpiscono l'economia dell'area dell'euro e le proiezioni relative alle variabili macroeconomiche fondamentali. L'analisi monetaria fungerà da strumento per valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo attraverso una verifica incrociata.

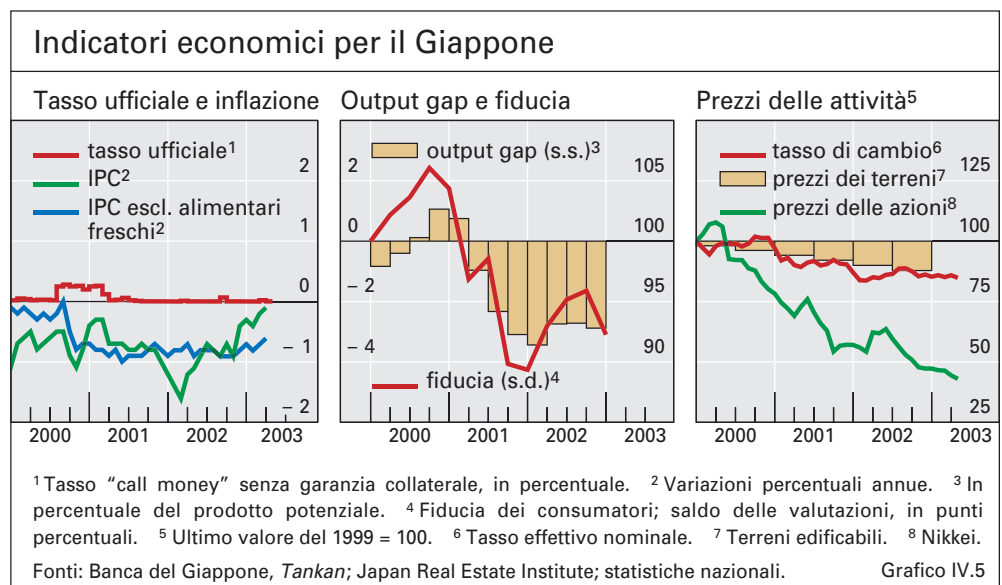
Giappone

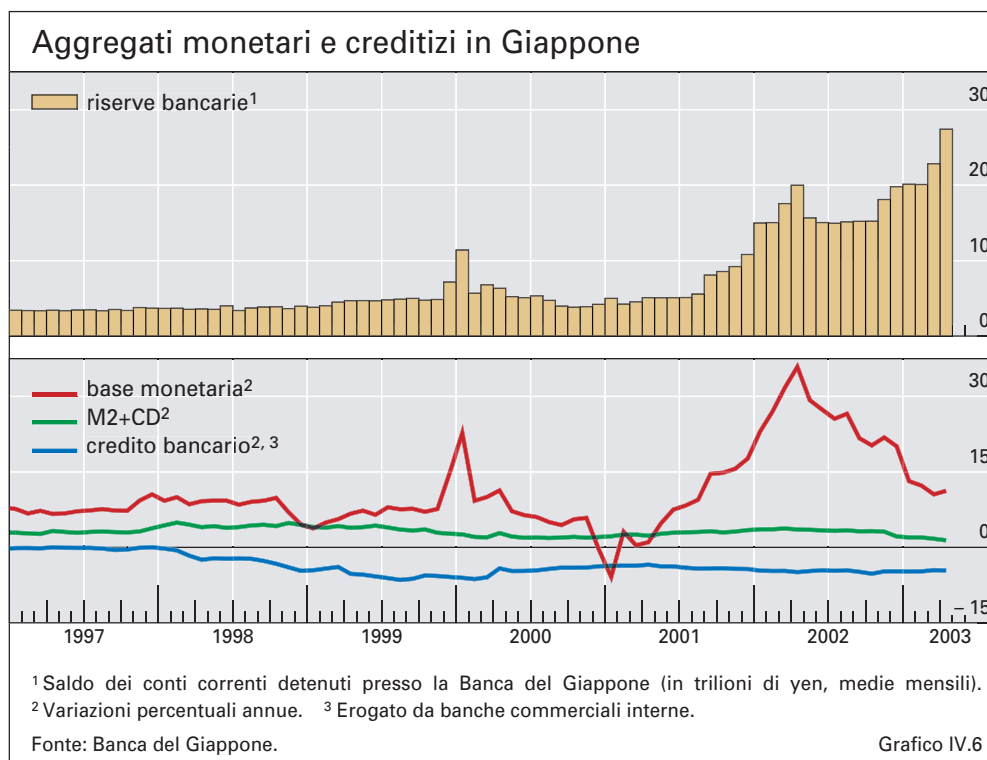
Anche nel periodo in esame l'economia nipponica ha dovuto cimentarsi con una deflazione che, quantunque moderata, ha fatto scendere l'IPC di base a poco meno dell'1% (grafico IV.5). Al tempo stesso, grazie alla spinta della domanda estera, sono emersi segni di stabilizzazione. Sullo sfondo di questi sviluppi, la Banca del Giappone ha proseguito la sua politica di allentamento quantitativo, che ha contribuito a mantenere i tassi a breve termine virtualmente ancorati allo zero. Il livello obiettivo per le riserve bancarie è stato inizialmente mantenuto a ¥10-15 trilioni, per essere poi innalzato a ¥15-20 trilioni in ottobre (grafico IV.6). La banca centrale giapponese ha inoltre accresciuto di circa il 20% i propri acquisti definitivi di titoli pubblici a lungo termine. La base monetaria è aumentata a un ritmo più lento nel secondo semestre 2002, anche se il tasso di crescita della moneta in senso ampio (M2+CD) è rimasto stabile a circa il 3%. I crediti commerciali hanno registrato un'ulteriore flessione, cui hanno contribuito la continua tendenza calante degli investimenti fissi aziendali, gli sforzi delle imprese volti a rafforzare i bilanci e le politiche di credito più restrittive poste in atto dalle istituzioni finanziarie.

Nella prima parte del 2003 la politica monetaria è stata ulteriormente allentata in risposta ai maggiori rischi per la ripresa economica derivanti dal rafforzamento dello yen nei confronti del dollaro e dalle tensioni geopolitiche. Inoltre, è proseguita la discesa dei corsi azionari e dei prezzi degli immobili commerciali e residenziali. Nel corso di una riunione straordinaria del Consiglio di amministrazione in marzo, la Banca del Giappone ha ribadito l'intenzione di fornire abbondante liquidità all'economia, anche oltre l'obiettivo basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti. Essa ha altresì annunciato

La Banca del Giappone prosegue nell'allentamento quantitativo

Adottate nuove misure straordinarie





l'innalzamento da ¥2 a 3 trilioni dell'importo complessivo degli acquisti di azioni di banche private e ha istituito un comitato per affrontare le eventuali reazioni negative del mercato agli sviluppi della guerra in Iraq. La Banca ha ulteriormente innalzato il target per le riserve bancarie in aprile, portandolo a ¥22–27 trilioni, e di nuovo in maggio, a ¥27–30 trilioni.

Dubbi nei confronti della politica di allentamento quantitativo ...

Il persistere della deflazione e l'assenza di segnali immediati di un forte recupero dell'economia nipponica mettevano in discussione l'efficacia dell'allentamento quantitativo. Il piano per l'acquisto di azioni delle banche, in aggiunta ad altri provvedimenti quali la riduzione dei requisiti di garanzia, mirava a integrare il programma di allentamento quantitativo. Il ricorso a tale misura era motivato anche dal desiderio di proteggere i bilanci delle banche da un'ulteriore erosione dei corsi azionari, ma si sperava altresì che ciò contribuisse più in generale a ripristinare la fiducia nel mercato azionario. Finora gli acquisti di tali titoli si sono mantenuti entro limiti relativamente modesti. Presumibilmente, un motivo più importante alla base della decisione della Banca di acquistare azioni bancarie era quello di porre in risalto la gravità dei problemi finanziari del Giappone.

... mentre prosegue la richiesta di misure più radicali

La Banca del Giappone ha continuato inoltre a essere oggetto di pressioni affinché adottasse misure ancor più drastiche per combattere la deflazione. Un'alternativa appoggiata da più parti consisteva nell'ampliare le acquisizioni di attività a rischio da parte della Banca per ricomprendervi asset-backed securities, quote di investimento immobiliare ed exchange-traded funds. In aprile, infatti, la Banca ha annunciato l'intenzione di acquistare titoli garantiti da attività e crediti a breve termine nel tentativo di incanalare fondi direttamente verso le piccole e medie imprese. Opzioni alternative comprendevano l'adozione dell'inflation targeting, sebbene la Banca si fosse già impegnata a mantenere la politica dei tassi zero e l'allentamento quantitativo finché non si

fosse arrestata la flessione dei prezzi. Sono stati anche prospettati interventi per indurre un deprezzamento dello yen a integrazione delle politiche valutarie formulate dal Ministero delle Finanze. In effetti, le autorità sono intervenute a più riprese sui mercati dei cambi, specie nei primi mesi del 2003, anche se tali azioni erano dirette ad arginare l'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro, più che a incoraggiarne il deprezzamento.

Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti hanno generalmente mantenuto un indirizzo accomodante delle politiche monetarie. Vari fattori comuni spiegano questo orientamento complessivo, tra cui la decelerazione della domanda globale, le incertezze geopolitiche e i perduranti effetti delle precedenti flessioni degli indici azionari. Durante questo periodo sono state perseguite politiche di stimolo pur in presenza di pressioni inflazionistiche a breve termine generalmente intense o in aumento (grafico IV.7). Queste sono state attribuite, in certa misura, al rialzo dei prezzi dell'energia e ad altri sviluppi negativi dal lato dell'offerta. Nell'ipotesi che tali pressioni siano di natura transitoria e che il loro impatto sia destinato a esaurirsi nell'orizzonte temporale previsivo, i tassi d'inflazione diminuirebbero, specie se mitigati da un apprezzamento del cambio e dal ristagno dell'economia.

Gli andamenti specifici dei singoli paesi mettono in luce le altre problematiche fondamentali che le autorità hanno dovuto affrontare lo scorso anno, non ultima quella di fissare gli obiettivi di inflazione tenendo conto al tempo stesso di importanti fattori di incertezza, quali i rischi derivanti in alcuni casi dai rapidi incrementi di prezzo delle abitazioni. La Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso ufficiale per gran parte del periodo, in considerazione del fatto che il prodotto restava al disotto del potenziale e l'inflazione oscillava intorno al valore obiettivo del 2½%. Essa ha manifestato una certa riluttanza ad abbassare i tassi a causa delle pressioni della domanda interna e di un potenziale aumento degli squilibri nel settore delle famiglie, originati in particolare dall'esuberante mercato degli immobili residenziali. Dopo aver inasprito le condizioni monetarie agli inizi del 2002, le banche centrali di Australia, Canada e Nuova Zelanda hanno mantenuto inalterati i tassi per un certo periodo, nonostante la robusta crescita interna e il diminuito sottoimpiego di risorse, come precauzione contro i gravi rischi di un deterioramento del quadro congiunturale. L'apprezzamento del cambio e una certa moderazione delle prospettive di crescita globale hanno contribuito a mantenere l'inflazione in prossimità del limite superiore delle rispettive fasce obiettivo. Le Reserve Bank di Australia e, in minor misura, di Nuova Zelanda hanno dovuto tener conto dei potenziali problemi derivanti dal rapido aumento dei prezzi interni delle abitazioni. In Svezia la Riksbank ha mantenuto il tasso ufficiale in prossimità del 4% nel 2002. L'attenzione principale è stata rivolta, nel corso dell'anno, al rischio che l'inflazione, rimasta invariata al limite superiore della fascia obiettivo, venisse incorporata in maggiori aspettative inflazionistiche.

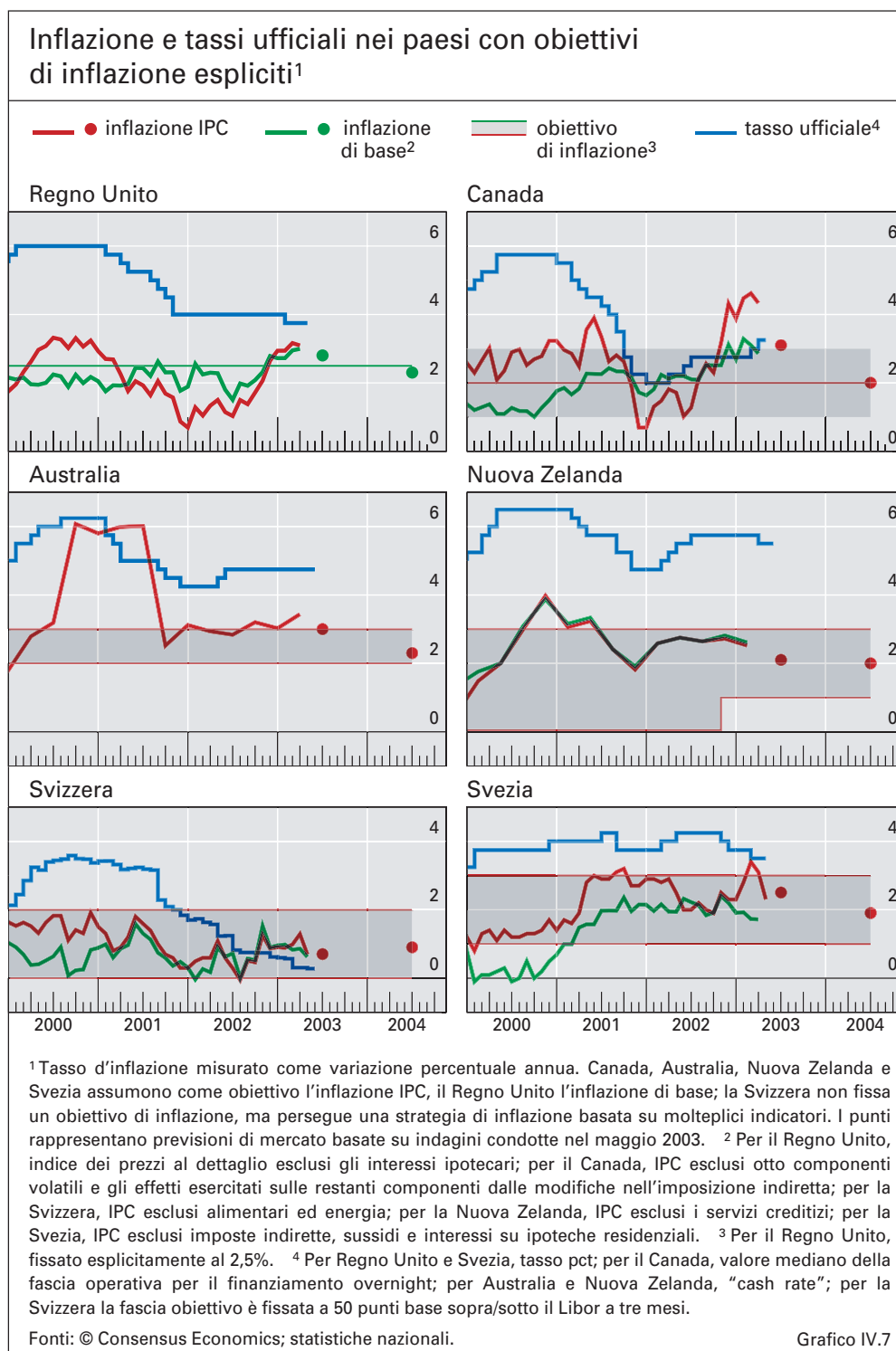
Varie banche centrali hanno ritenuto opportuno allentare la politica monetaria nel corrente anno. Fra le motivazioni figurano il peggioramento

Le politiche monetarie di stimolo sono state la norma

Tassi ufficiali generalmente stabili nell'ultima parte del 2002

Tagli dei tassi
motivati da
incertezze di natura
geopolitica

delle prospettive economiche mondiali e il calo di fiducia conseguente all'acuirsi delle incertezze alla vigilia del conflitto in Iraq. In febbraio la Banca d'Inghilterra ha ridotto di 25 punti base il tasso ufficiale, portandolo al 3,75%, il livello più basso dal 1955. La Riksbank ha parimenti abbassato di 25 punti base il tasso sulle operazioni pronti contro termine a metà marzo per cautelarsi contro potenziali sviluppi negativi. La Banca Nazionale Svizzera ha reagito all'indebolimento dell'attività internazionale riducendo i limiti inferiore



e superiore della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi rispettivamente allo 0 e 0,75%; il tasso giornaliero effettivo si è portato ad appena lo 0,29%. Dato il ristretto margine di manovra a breve termine, le autorità elvetiche hanno anche annunciato l'intenzione di ricorrere, se necessario, a interventi sul mercato dei cambi per stimolare la domanda. La Reserve Bank della Nuova Zelanda ha tagliato di 25 punti base il tasso ufficiale, confidando maggiormente in una moderazione delle pressioni inflazionistiche. Viceversa, la perdurante dinamica ascendente dell'inflazione ha indotto la Banca del Canada a innalzare il tasso ufficiale di 50 punti base agli inizi del 2003.

La Svizzera è ormai prossima alla soglia zero

Anche nell'eventualità che la ripresa mondiale si rafforzi, le autorità monetarie dei paesi con obiettivi espliciti di inflazione dovranno comunque affrontare una serie di questioni. Anzitutto, resta da vedere se i temporanei sviluppi avversi dal lato dell'offerta intervenuti lo scorso anno – quali il rincaro del petrolio e, in alcuni paesi, l'impennata dei prezzi nel settore dei servizi – sfoceranno in un aumento dell'inflazione. In pratica, è meno probabile che questi sviluppi, quand'anche dovessero protrarsi, possano provocare un pronunciato deterioramento del quadro inflazionistico come accadde negli anni settanta. Da allora, le aspettative sono maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione, grazie in parte alla credibilità acquisita a duro prezzo dalle politiche antinflazionistiche. Il quadro di riferimento su cui si basa l'obiettivo di inflazione ha accresciuto la fiducia dell'opinione pubblica nell'impegno a scongiurare l'inesorabile ascesa dei tassi d'inflazione.

Potrebbero essere necessari ulteriori riequilibri settoriali

Una seconda questione riguarda la sostenibilità degli elevati prezzi degli immobili residenziali in alcuni paesi. Se i rincari delle abitazioni – come quelli registrati nel Regno Unito, in Australia e in Nuova Zelanda – dovessero risultare sostenibili, le banche centrali non dovrebbero prestarvi particolare attenzione. Se, al contrario, essi dovessero rivelarsi insostenibili, e la loro successiva correzione fosse ingente, le autorità monetarie potrebbero dover affrontare una fase di aggiustamento potenzialmente destabilizzante. In presenza di altri squilibri finanziari, una brusca contrazione della spesa potrebbe persino innescare un processo deflazionistico qualora i livelli iniziali di inflazione dei prezzi al consumo fossero già alquanto bassi.

Preoccupazioni per il prezzo degli immobili residenziali

Il rischio deflazionistico e le sue implicazioni

Il termine "deflazione" – ovvero il calo del livello generale dei prezzi – era caduto in disuso per gran parte del periodo postbellico, caratterizzato da alta inflazione, ma negli ultimi tempi esso è riaffiorato sempre più spesso nel dibattito di politica economica. Il buon esito della lotta all'inflazione ha accresciuto la probabilità che basti solo una profonda recessione a spingere in una situazione deflazionistica le economie industriali più avanzate. In effetti, tenendo conto delle distorsioni nelle misurazioni standard dei prezzi a livello aggregato, la frequenza trimestrale di una "deflazione effettiva" è aumentata sensibilmente (tabella IV.1 e Capitolo III). La recente esperienza giapponese e quella della Grande Depressione mostrano con chiarezza come un contesto apparentemente favorevole di bassa inflazione possa cedere il posto a una deflazione dirompente.

La deflazione rappresenta ormai un timore diffuso

Frequenza della deflazione effettiva, 1° trimestre 1960–4° trimestre 2002 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflazione generale	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Deflatore del PIL ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflazione di base ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Servizi meno abitazioni ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Inflazione complessiva ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ La frequenza della deflazione effettiva è calcolata come percentuale dei trimestri in cui l'inflazione su base annua è scesa al di sotto dell'1% per ciascun tipo di indice dei prezzi con riferimento a: Argentina, Belgio, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Italia, Malaysia, Messico, Paesi Bassi, Perù, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Taiwan (Cina), Thailandia e Venezuela. ² Esclusi Argentina, Cile, Cina, Colombia, Perù, Singapore e Venezuela. ³ Esclusi i paesi indicati nella nota 2, più Brasile, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Taiwan (Cina). ⁴ Esclusi i paesi indicati nella nota 2, più Hong Kong SAR, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Esclusi Cina e Hong Kong SAR.

Tabella IV.1

Uno dei problemi più ardui che le banche centrali devono affrontare in una situazione deflazionistica è la soglia zero ("zero lower bound" – ZLB) dei tassi d'interesse nominali. La rilevanza della ZLB come vincolo imprescindibile dipende in ultima analisi dall'intensità della deflazione, nonché dal livello del tasso d'interesse naturale in termini reali. Quest'ultimo è correlato positivamente con il tasso di crescita potenziale del prodotto e differisce da paese a paese. Il problema principale per le banche centrali è che, se i tassi nominali a breve termine scendessero a quota zero, esse dovrebbero impiegare mezzi non convenzionali per allentare ulteriormente la politica monetaria.

Seguendo l'adagio "sperare per il meglio, ma prepararsi al peggio", questa sezione approfondisce alcuni degli insegnamenti che si possono trarre dagli episodi di deflazione del passato, con particolare riferimento al ruolo della politica monetaria e alla ZLB.

Problemi di deflazione

La deflazione è in contrasto con gli obiettivi della banca centrale

Per le banche centrali la deflazione è indesiderabile perché contrasta con il loro obiettivo di promuovere il benessere attraverso la stabilità dei prezzi. In pratica, la maggior parte delle banche centrali considera come stabilità dei prezzi un dato livello – basso, ma positivo – di inflazione. L'obiettivo della stabilità dei prezzi rispecchia i tradizionali costi economici connessi con l'inflazione in senso ascendente e con la deflazione in senso discendente, ossia le distorsioni dei prezzi relativi e le redistribuzioni arbitrarie della ricchezza. Oltre a ciò, la deflazione comporta altri costi che dipendono per lo più dalle particolari condizioni economiche che accompagnano ciascun episodio.

I costi della deflazione dipendono dalle circostanze

Da un lato, possono esservi situazioni in cui la deflazione è relativamente positiva. In un'economia con mercati del lavoro e dei beni flessibili, una deflazione modesta può comportare costi e rischi non maggiori di quelli associati a un equivalente sconfinamento dell'inflazione al di sopra del tasso desiderato dalla banca centrale. Pertanto, simili episodi deflazionistici non dovrebbero essere considerati eventi che richiedono misure eccezionali. Ad esempio, un'economia con una bassa inflazione media potrebbe sperimentare occasionalmente brevi periodi di deflazione come un fatto del tutto naturale, così come l'attività economica sperimenta le sue normali fluttuazioni cicliche

in risposta a shock dal lato della domanda e dell'offerta. Un imprevisto indebolimento della domanda può causare una decelerazione economica che determina pressioni al ribasso sull'inflazione, tali forse da creare deflazione. Alla stessa stregua, favorevoli sviluppi dal lato dell'offerta, come una rapida crescita della produttività o flessioni nei prezzi delle importazioni di beni intermedi, possono generare pressioni deflazionistiche allorché i prezzi dei prodotti scendono e i costi unitari del lavoro restano moderati. Simili deflazioni da offerta potrebbero rivelarsi le più innocue, poiché tenderebbero ad accompagnarsi a una rapida crescita del prodotto e dei prezzi delle attività reali e finanziarie.

Dall'altro lato, la deflazione può essere più pernicioso dell'inflazione a causa di vari tipi di asimmetrie economiche. In primo luogo, se i salari nominali mostrassero una particolare rigidità verso il basso, la loro mancata flessione potrebbe interferire con l'aggiustamento dei mercati del lavoro nella fase di deflazione. I salari reali aumenterebbero, rallentando così la ripresa o accentuando le forze contrattive per effetto dei crescenti tassi di disoccupazione e della più lenta espansione del reddito. In secondo luogo, la deflazione del debito – ossia, l'aumento dei costi reali di servizio a fronte dei contratti creditizi nominali dovuto alla deflazione – può esercitare un influsso frenante sulla domanda, anche se questo effetto non sarebbe di per sé diverso da quello associato a un'improvvisa disinflazione. Il conseguente deterioramento della posizione finanziaria dei mutuatari potrebbe indurli a effettuare tagli di spesa per rafforzare i bilanci. Inoltre, ciò potrebbe rendere più difficile il reperimento di finanziamenti esterni e, in casi estremi, aumentare il numero dei fallimenti e compromettere seriamente la qualità dell'attivo delle istituzioni finanziarie. In terzo luogo, la deflazione può pregiudicare l'efficacia della politica monetaria nell'imprimere stimoli all'attività economica nel momento in cui viene toccata la ZLB, poiché i tassi reali salirebbero se la deflazione dovesse aumentare. In assenza di una politica monetaria di stimolo, aumenterebbero i fattori di rischio per la crescita, e il ritmo della ripresa potrebbe rallentare.

La deflazione avrebbe conseguenze particolarmente dirompenti se fosse preceduta da un accumulo di ingenti debiti e accompagnata da brusche cadute dei prezzi delle attività. La correzione degli squilibri finanziari potrebbe persino innescare una spirale deflazionistica. In un simile scenario estremo, le ripetute tornate di deflazione del debito, le forti riduzioni nel valore delle garanzie reali e degli indici di capitalizzazione, nonché le radicate aspettative deflazionistiche potrebbero avere serie ripercussioni sul sistema finanziario, fra cui dissesti di istituzioni finanziarie e disfunzioni dei mercati. Le conseguenze potrebbero essere alquanto deleterie e includere un calo del prodotto e un aumento della disoccupazione. Un esempio rilevante di simili processi, favorito da carenti scelte di politica economica, è la Grande Depressione negli Stati Uniti.

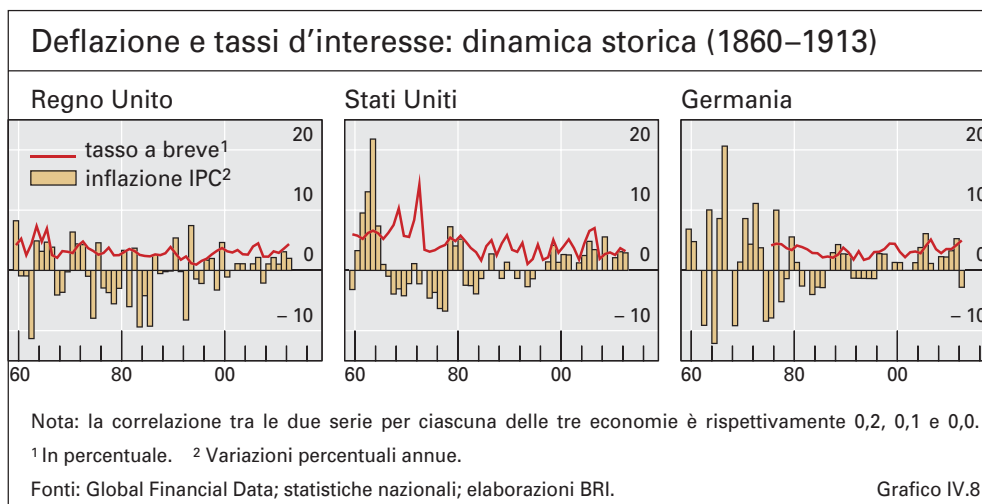
Precedenti storici

Le passate esperienze di deflazione, specie durante il XIX secolo e agli inizi del XX, mettono in luce la natura di questo fenomeno e le sfide poste alle autorità monetarie. Tali esperienze presentano varie analogie.

La caratteristica principale di quell'epoca è che la deflazione era un evento molto più comune che nella storia recente. Nel periodo 1860–1900, ad

Le deflazioni
possono essere
molto deleterie ...

... specie se
accompagnate da
flessioni dei prezzi
delle attività

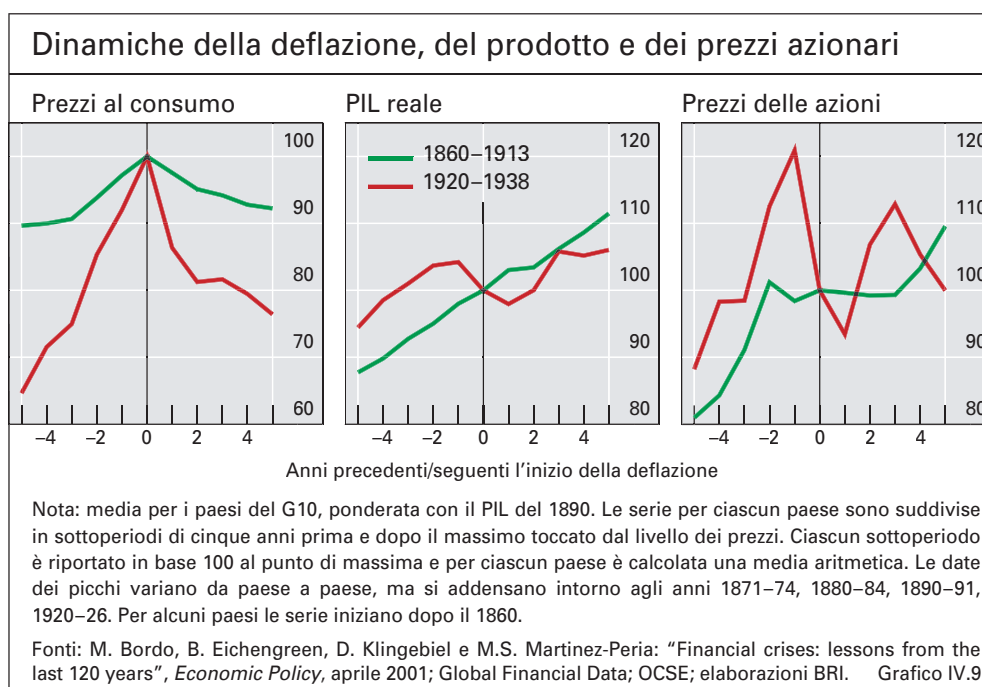


La deflazione era un fatto di normale amministrazione

esempio, essa era ricorrente quanto l'inflazione nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Germania (grafico IV.8). Tale fenomeno riflette in parte la natura stessa del sistema monetario di allora, ossia il gold standard, in base al quale il prezzo dell'oro veniva mantenuto dalle autorità nazionali a una parità fissa che di fatto vincolava il processo inflazionistico. Di conseguenza, il livello dei prezzi non poteva continuare ad aumentare, come è avvenuto nell'ultima parte del XX secolo, a meno che non vi fosse un consistente aumento delle riserve auree. Ciò comportava nel tempo un'alternanza di periodi di inflazione e deflazione, e a lungo termine i prezzi tendevano a essere relativamente stabili.

Deflazioni di modesta entità non impedivano una buona performance dell'economia

Un'altra caratteristica storica interessante è che in vari paesi la deflazione era di rado accompagnata da una manifesta decelerazione del PIL reale. In effetti, nella misura in cui i dati annui sono affidabili, il prodotto ha di norma continuato ad aumentare anche dopo che il livello dei prezzi aveva toccato il picco (grafico IV.9). I fattori che possono fornire una spiegazione di questo



andamento sono la relativa flessibilità dei salari nominali, la natura del regime monetario e le modalità di formazione delle aspettative sui prezzi (si veda oltre), nonché livelli di debito storicamente bassi. La Grande Depressione rappresenta un'eccezione di rilievo, in quanto ad essa si sono associati un forte calo del prodotto, il crollo dei prezzi delle attività e significative tensioni finanziarie. In un contesto storico più ampio, la Grande Depressione può essere vista come un periodo unico, durante il quale molti sviluppi economico-politici particolarmente sfavorevoli hanno interagito nel produrre la più grave recessione degli ultimi cent'anni.

L'evidenza storica pare anche indicare che di norma nel XIX secolo l'insorgere delle deflazioni, anche quelle di forte intensità, era largamente impreveduto. Più in generale, sembra che le aspettative di prezzo si adeguassero solo con lentezza agli sviluppi economici. Sebbene non siano disponibili evidenze empiriche per quel periodo, informazioni indirette desunte dal comportamento dei tassi d'interesse nominali sono coerenti con questo assunto. I tassi nominali a breve termine sono rimasti alquanto stabili nonostante le ampie oscillazioni nella dinamica dei prezzi (grafico IV.8); particolarmente evidente è l'andamento stabile dei tassi nominali a lungo termine. Ciò potrebbe spiegarsi con il fatto che le aspettative inflazionistiche non erano molto sensibili alla precedente dinamica dell'inflazione in quanto i dati sui prezzi non erano generalmente disponibili con tempestività, la teoria alla base degli indici aggregati dei prezzi era ancora agli albori e gli studi sulla determinazione dei tassi nominali erano arretrati o poco noti. Una spiegazione complementare potrebbe essere che le aspettative rispecchiassero semplicemente la natura del regime monetario. Poiché, come notato in precedenza, i tassi d'inflazione e deflazione erano meno persistenti all'epoca del gold standard, gli errori di previsione nel breve periodo tendevano a compensarsi nel tempo, comportando in media costi modesti.

Una quarta e forse più sorprendente caratteristica delle deflazioni del XIX secolo e degli inizi del XX è che quasi mai veniva raggiunta la ZLB. Infatti, se si esclude il periodo tra le due guerre mondiali, i tassi a breve termine si sono raramente avvicinati allo zero. Ciò era probabilmente dovuto in parte al lento adeguamento delle aspettative, ma anche alla natura del regime monetario. In particolare, durante il gold standard i tassi ufficiali (di sconto) venivano mantenuti per lo più stabili intorno a valori storici, e corretti al rialzo solo quando la parità aurea era oggetto di pressioni.

Insegnamenti tratti dall'esperienza del passato

Se inquadrata nella giusta prospettiva, l'esperienza del passato può fornire utili insegnamenti agli odierni policymaker. Un primo punto da rilevare è che, nell'attuale sistema di moneta fiduciaria, le politiche finalizzate al perseguimento di un'inflazione bassa e stabile operano in modo molto simile alle regole implicite del gold standard, nonostante le evidenti differenze tra i due sistemi. In entrambi, gli scostamenti dalla stabilità dei prezzi provocano un effetto di retroazione che vincola di fatto il comportamento dei prezzi. Tuttavia, se con il gold standard le riserve internazionali e l'oro tenderebbero naturalmente a defluire dai paesi a inflazione relativamente alta, nel sistema attuale le

L'insorgere della deflazione non era quasi mai previsto

La ZLB non era importante

La rilevanza dei regimi monetari

Episodi di deflazione nel 2002					
	Inflazione			Crescita del prodotto	
	Effettiva ¹	Prevista ^{1,2}	Errore di previsione ^{2,3}	Effettiva ¹	Errore di previsione ^{2,3}
Economie in deflazione ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
Cina	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong Kong SAR	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Giappone	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapore	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, Cina	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Variazioni percentuali annue. ² Previsioni Consensus del gennaio 2001. ³ In punti percentuali.
⁴ Ponderata con il PIL del 2000 a tassi di cambio PPA. ⁵ L'errore di previsione sarebbe in parte da ascrivere a cambiamenti nella metodologia di contabilità nazionale.

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella IV.2

banche centrali intervengono per modificare le condizioni monetarie interne. Un'importante differenza è che l'odierno assetto della politica monetaria consente in genere un sostanziale slittamento verso l'alto del livello dei prezzi, mentre allora le riserve auree costituivano una sorta di ancoraggio per il livello dei prezzi su orizzonti temporali lunghi.

I precedenti storici forniscono anche alcune indicazioni più specifiche sulla probabilità che si verifichi una deflazione o che venga raggiunta la ZLB, nonché sulla maggiore o minore gravità rispetto al passato dei problemi economici originati oggi dalla deflazione.

Primo, nonostante la maggiore sofisticatezza dell'analisi economica e delle capacità di previsione, la recente esperienza suggerisce di non sottovalutare il rischio che non venga pronosticato l'insorgere della deflazione. Ad esempio, il recente episodio deflazionistico in Asia era per lo più inatteso poiché una crescita più debole del previsto aveva vanificato le aspettative di incrementi positivi dei prezzi (tabella IV.2).

Secondo, sarebbe discutibile desumere dall'esperienza storica che il vincolo della ZLB sia destinato a non assumere rilevanza (grafico IV.8). Anzitutto, la politica monetaria è molto più interventista oggi di quanto non lo fosse in passato. Da un lato, ciò tende a ridurre ex ante la probabilità di un insorgere della deflazione, giacché le autorità monetarie sono ora maggiormente in grado di reagire in funzione preventiva all'evolversi degli eventi economici. Dall'altro, se l'inflazione minaccia di scendere al disotto del tasso desiderato, vi sono maggiori possibilità che le banche centrali comprimano i tassi ufficiali verso il livello zero in periodi di ristagno dell'attività economica. Ad esempio, la Banca del Giappone ha di fatto già spinto i tassi a breve fino alla ZLB e, più di recente, la Banca Nazionale Svizzera ha abbassato il suo tasso ufficiale in prossimità dello zero.

Terzo, le aspettative sembrano ora più sensibili agli sviluppi economici, come è riflesso nei dati storici dalla più elevata correlazione nel tempo tra inflazione e tassi d'interesse nominali. Nella misura in cui ciò dipende da una maggiore disponibilità di informazioni, aumenta il rischio che, con l'inizio di

I rischi di una deflazione non prevista

L'importanza della ZLB potrebbe oggi essere maggiore

La formazione delle aspettative svolge un ruolo centrale

una fase deflazionistica, si consolidino più facilmente aspettative di ulteriori flessioni dei prezzi. A fortiori è quindi importante che le attuali strategie di politica monetaria siano credibili nel perseguire un'inflazione bassa e stabile, mitigando in tal modo la reattività delle aspettative a movimenti indesiderati dei prezzi a breve termine. Il gold standard, soprattutto al culmine del suo fulgore tra il 1880 e il 1913, ha svolto il ruolo di ancora monetaria. Una questione fondamentale che si pone oggi è se la credibilità dei sistemi formali o informali di inflation targeting eserciti un effetto parimenti stabilizzante.

Quarto, la rigidità verso il basso dei salari nominali è più diffusa oggi che in passato, essendo notevolmente mutate nei secoli le prassi del mercato del lavoro. Fra i cambiamenti intervenuti si possono annoverare il maggior grado di sindacalizzazione, più generosi sussidi di disoccupazione e l'accresciuta tutela dei diritti dei lavoratori. Presumibilmente, questi fattori tendono ad aumentare la rigidità dei salari nominali. Inoltre, il retaggio dei periodi di alta inflazione negli anni settanta e ottanta potrebbe aver accresciuto la riluttanza dei lavoratori ad accettare tagli delle retribuzioni nominali. La concomitanza di una maggiore reattività delle aspettative agli sviluppi economici e una minore flessibilità dei salari nominali induce a ritenere che le deflazioni associate a una scarsa domanda potrebbero essere per certi aspetti più deleterie di quelle registrate un secolo fa. Ad esempio, la recente esperienza di Hong Kong illustra come, in un contesto di perdurante deflazione e di crescente disoccupazione, i salari nominali abbiano mostrato una flessibilità minore di quanto ci si potesse attendere.

Da ultimo, i mercati finanziari hanno senza dubbio subito sostanziali trasformazioni dalla fine del XIX secolo. Queste potrebbero aver rafforzato la loro resistenza a pressioni deflazionistiche. Ad esempio, i sistemi di gestione del rischio sono divenuti notevolmente più sofisticati, e vi sono stati significativi miglioramenti negli assetti prudenziali (Capitolo VII). D'altra parte, gli odierni indici di leva finanziaria, più elevati di quelli del lontano passato, potrebbero aver accresciuto l'esposizione al rischio di una deflazione del debito.

Come fronteggiare la deflazione

La deflazione pone le autorità monetarie di fronte a sfide specifiche, in gran parte dovute alla presenza della ZLB. Quando tale soglia viene raggiunta, le banche centrali devono ricorrere a strumenti alternativi nel tentativo di stimolare la domanda. Ciò solleva tre interrogativi. Primo, quali sono le migliori strategie di politica monetaria per fronteggiare il rischio di deflazione? Secondo, quale dovrebbe essere la risposta delle banche centrali quando si è calati in un contesto deflazionistico? Terzo, e più in generale, le recenti esperienze deflazionistiche, in particolare quella giapponese, indicano la necessità di adattare gli obiettivi e le strategie attuali di politica monetaria? I paragrafi che seguono affrontano tali questioni.

Azioni per evitare la deflazione

Poiché la ZLB impone un'asimmetria nei movimenti dei tassi d'interesse, è stato suggerito che anche la politica monetaria dovrebbe essere condotta in modo asimmetrico allorché l'inflazione si approssima allo zero. Ossia, in

Oggi le deflazioni potrebbero essere più destabilizzanti a causa della maggiore rigidità dei salari nominali

Potrebbe essere aumentata la resilienza dei sistemi finanziari

La ZLB richiede un allentamento aggressivo

presenza di un rallentamento dell'attività economica e di bassi livelli di inflazione, i tassi d'interesse dovrebbero essere ridotti in misura maggiore e più rapidamente di quanto sarebbe la norma. Una simile impostazione mirerebbe a contenere fin dall'inizio il rischio di un radicarsi della deflazione. Inoltre, i tassi ufficiali potrebbero essere mantenuti a livelli molto bassi fin quando non emergano chiari segni che la domanda si è rinvigorita e l'inflazione ha iniziato a crescere. In certa misura, questo scenario ricalca la condotta seguita dalla Riserva federale nel ridurre rapidamente il tasso obiettivo sui federal fund nel 2001 e nel continuare a mantenerlo basso ancora nel 2003. Durante questo periodo anche altri paesi hanno adottato o mantenuto politiche assai espansive.

Al tempo stesso, un potenziale rischio delle drastiche riduzioni dei tassi ufficiali è che queste possano, in determinate circostanze, pregiudicare il clima di fiducia. Ciò potrebbe avvenire qualora il pubblico interpreti tali manovre come segnali negativi sulle prospettive dell'economia, oppure nutra il timore che la banca centrale finisca col trovarsi "a corto di munizioni". In entrambi i casi, le dichiarazioni dei policymaker svolgerebbero un ruolo importante nella formazione delle aspettative circa gli orientamenti delle politiche e la loro valutazione delle condizioni economiche. La comunicazione di tali orientamenti potrebbe avere un influsso sull'economia che va ben al di là degli effetti prodotti direttamente dalla mera manovra dei tassi.

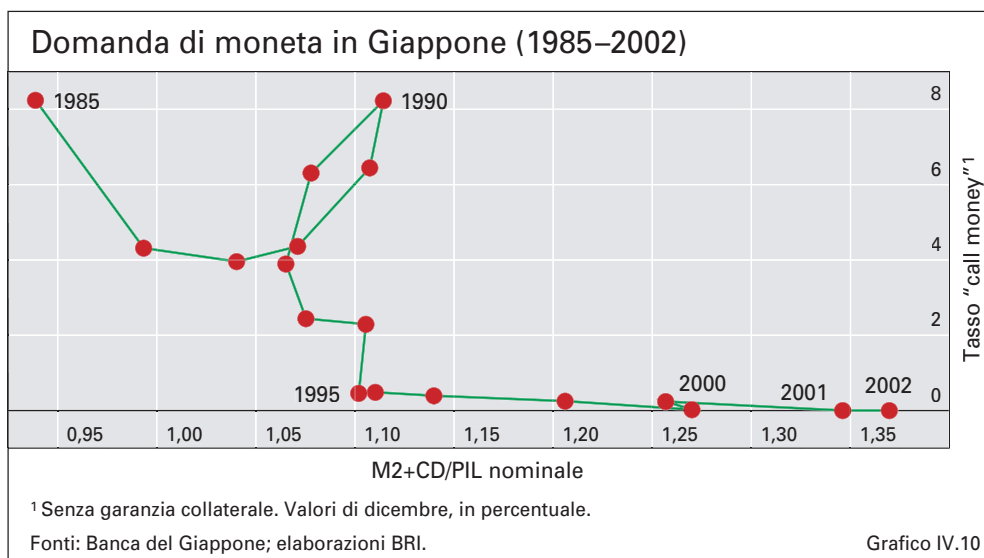
A seconda delle circostanze in cui si sviluppano le forze deflative, potrebbe sopraggiungere un'ulteriore complicazione. In particolare, l'esperienza storica insegna come – dato un basso livello iniziale di inflazione – la correzione degli squilibri finanziari possa rappresentare un'insidiosa fonte di pressioni deflazionistiche. Tuttavia, tali squilibri potrebbero essere prevalentemente concentrati in determinati settori o categorie di attività, e reagire con tempi e gradi di sensibilità diversi alle manovre di politica monetaria. In tal caso, la riduzione del tasso ufficiale per contrastare influssi negativi provenienti da un settore può contribuire ad accentuare gli squilibri in altri. Con l'andar del tempo, ciò potrebbe porre la banca centrale di fronte a una delicata scelta antitetica nel momento di fissare il tasso ufficiale.

Azioni per combattere la deflazione

Per porre fine alla deflazione possono rendersi necessarie misure non convenzionali ...

Per porre fine alla deflazione può rendersi necessaria una serie di azioni di politica monetaria diverse da quelle impiegate al solo scopo di evitarne l'insorgere. Finché non viene raggiunta la ZLB, la banca centrale può ricorrere a strumenti convenzionali per influenzare la domanda attraverso i consueti canali di trasmissione. Tuttavia, quando tale soglia diviene un limite vincolante, è necessario ricorrere a procedure alternative. In questo caso, fra gli interventi ipotizzabili vi sono massicce iniezioni di liquidità, i tentativi di influenzare più direttamente i prezzi relativi di determinate attività, azioni volte a modificare le aspettative inflazionistiche con altri mezzi, l'eliminazione degli ostacoli al meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e l'amplificazione delle risposte di politica monetaria mediante altre politiche macroeconomiche.

L'offerta di liquidità rappresenta la tradizionale risposta monetarista. Una volta raggiunta la soglia zero, si tratta di immettere nel sistema bancario



riserve in misura decisamente superiore alla norma, così come attuato dalla Banca del Giappone nel quadro della politica di allentamento quantitativo. Tuttavia, la volontà delle banche e del pubblico di detenere saldi liquidi inutilizzati può vanificare l'effetto di stimolo derivante dall'espansione della liquidità, come pare essere avvenuto di recente in Giappone (grafico IV.10). L'efficacia di questa strategia può essere parimenti compromessa dalla composizione degli strumenti debitori che la banca centrale decide di acquistare per immettere liquidità. Se i titoli di debito altamente liquidi sono buoni sucedanei della moneta – il che sembrerebbe confermato in particolare quando opera il vincolo della soglia zero –, il loro acquisto da parte delle banche centrali si limiterebbe a sostituire una forma di moneta con un'altra, producendo un impatto complessivamente modesto sull'offerta netta di liquidità.

... come massicce iniezioni di liquidità ...

Un secondo metodo a disposizione della banca centrale consiste nel tentare di influenzare direttamente i prezzi delle attività. Anche quando il tasso ufficiale a breve termine è al livello zero, la fissazione di obiettivi per l'acquisizione di determinate attività – come titoli a lungo termine esenti da rischio, obbligazioni societarie, azioni e beni immobili – può avere effetti di domanda diretti sul loro prezzo relativo. Oltre a influire sulla ricchezza, i più alti prezzi delle attività accrescono il valore delle garanzie reali, contribuendo a compensare le restrizioni creditizie. In casi estremi, potrebbe essere auspicabile cercare di ancorare taluni corsi, come il tasso di cambio. In effetti, nel periodo tra le due guerre molti paesi si sono sottratti alla deflazione attraverso la svalutazione della moneta. Ciò ha consentito di attenuare le turbative economiche connesse con le deflazioni causate dal ripristino del gold standard alle parità prevalenti alla vigilia della prima guerra mondiale. Ovviamente, una modifica del valore della moneta coinvolge altri paesi e, pertanto, la sua attuabilità dipende anche dalle condizioni economiche esterne.

... una modifica dei prezzi relativi delle attività ...

L'acquisto di attività rischiose – sia esso destinato a iniettare liquidità con mezzi non convenzionali o a innalzare i prezzi – solleva problemi di politica economica con cui le istituzioni pubbliche devono misurarsi. Per essere

efficaci, queste acquisizioni dovrebbero probabilmente essere effettuate su vasta scala. Ciò facendo, tuttavia, tali istituzioni finirebbero col detenere una quota significativa di risorse produttive dell'economia, con conseguenze potenzialmente indesiderabili in termini di governo aziendale e, in definitiva, di efficienza economica. Oltre a ciò, si pone il quesito se sia proprio la banca centrale a dover effettuare tali transazioni. In particolare, potrebbe essere chiamata in causa la sua stessa indipendenza qualora tali acquisti causassero ingenti perdite in bilancio, e dovessero richiedere una ricapitalizzazione da parte dello Stato.

... il cambiamento delle aspettative inflazionistiche ...

Per allentare le pressioni deflazionistiche le banche centrali possono altresì cercare di modificare le aspettative sui prezzi, e ciò in due modi. Primo, annunciando che verrà immessa abbondante liquidità; secondo, ribadendo la propria finalità di conseguire un tasso positivo d'inflazione e introducendo, se non ancora operante, un esplicito obiettivo al riguardo. Per esempio, è stata proposta l'adozione da parte della Banca del Giappone di uno schema formale di inflation targeting. Resta comunque il dubbio se questa iniziativa possa bastare, da sola, ad arrestare la deflazione. Un importante vantaggio degli obiettivi di inflazione risiede nel modo in cui essi influenzano le aspettative del pubblico; tuttavia, in mancanza di altre energiche misure a sostegno di un siffatto mutamento, è poco probabile che la strategia complessiva risulti credibile.

... e altre politiche macroeconomiche

Per tutte le ragioni fin qui esposte, la lotta alla deflazione potrebbe rendere necessarie politiche di sostegno di altro tipo, che richiedono a loro volta iniziative che esulano dal ruolo della banca centrale. Ne è un esempio la rimozione degli ostacoli che si frappongono al meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Indebitamento eccessivo delle società, restrizioni creditizie, valutazioni di accentuata rischiosità, maggiore avversione al rischio sono tutti fattori che hanno inciso in varia misura sulle gravi deflazioni del passato. Contrastare tali fattori rappresenta un importante passo avanti verso la reflazione dell'economia. Lo dimostra l'allentamento della stretta creditizia durante la Grande Depressione negli Stati Uniti, ottenuto in primo luogo attraverso la stabilizzazione del settore bancario, o ancora l'alleggerimento su vasta scala dei bilanci societari, che fu reso possibile dalla sospensione delle clausole legali di indicizzazione all'oro nei contratti obbligazionari. Più di recente, il recupero relativamente rapido della Corea dopo la crisi asiatica del 1997 è indicativo di quanto efficace possa rivelarsi la cancellazione dei crediti bancari in sofferenza. In modo speculare, le cattive condizioni in cui tuttora versano i bilanci bancari e societari in Giappone sono un monito a non dimenticare che questi problemi, se lasciati irrisolti, rischiano di prolungare la crescita al disotto del potenziale e la deflazione. Anche le politiche di bilancio in funzione anticiclica, quali ad esempio manovre espansive dal lato della spesa pubblica e provvedimenti fiscali, possono rivelarsi efficaci per rinvigorire l'attività economica e contrastare quindi le spinte deflazionistiche (Capitolo II).

È probabile che le azioni coordinate di organi ufficiali vengano giudicate più credibili e ottengano una maggiore considerazione da parte del pubblico. Ciò potrebbe consentire all'autorità monetaria di potenziare le proprie risorse

ottimizzando la sequenza degli interventi monetari, fiscali e prudenziali. Un simile approccio potrebbe offrire il vantaggio di una più efficace combinazione delle politiche di stimolo, relegando a un ruolo di riserva le opzioni di politica monetaria meno attraenti.

Possibili affinamenti del quadro operativo della politica monetaria

Dall'analisi precedente si evince che i costi economici della deflazione possono essere rilevanti e che, in talune circostanze, potrebbe risultare compromessa l'efficacia delle leve di politica monetaria. La misura in cui ciò giustifichi un perfezionamento dell'attuale quadro operativo dipende dalle caratteristiche specifiche di ciascun regime monetario e dalle strutture economiche in cui questo si trova a operare. Inoltre, la valutazione dei relativi trade-off per la politica monetaria dipende anche da fattori di ordine più generale tra cui, non ultimo, il tipo di mandato conferito a ciascuna banca centrale. Nondimeno, si possono prendere in considerazione alcune possibilità.

La prima consisterebbe nell'istituzionalizzare una manovra di allentamento più rapida e più ampia del normale allorché aumenta il rischio di deflazione. Ad esempio, le banche centrali con obiettivi espliciti di inflazione potrebbero introdurre fasce obiettivo asimmetriche, con una soglia inferiore più vicina al tasso d'inflazione prefissato rispetto a quella superiore. Di conseguenza, per scongiurare l'eventualità che si scenda più velocemente al limite minimo, un calo dell'inflazione al disotto dell'obiettivo solleciterebbe una reazione più incisiva che non un analogo aumento al disopra di tale livello.

Fasce obiettivo
asimmetriche per
l'inflazione

Una seconda alternativa potrebbe essere quella di innalzare l'obiettivo di inflazione. Indubbiamente, le banche centrali dovrebbero soppesare i costi di un tasso d'inflazione in media più alto con quelli di una maggiore incidenza della deflazione ponendo un obiettivo più basso. I primi, inoltre, sarebbero di natura permanente, mentre i secondi si presenterebbero solo occasionalmente.

Obiettivi di
inflazione

Una modifica più sostanziale degli attuali assetti di politica monetaria consisterebbe nell'adottare un obiettivo in termini di livello dei prezzi, eventualmente con una tendenza ascendente. In base a tale schema, allorché il livello dei prezzi scende al disotto di quello fissato come obiettivo, l'autorità monetaria dovrebbe attuare una manovra di allentamento così come avviene per il target dell'inflazione. Il principale vantaggio di questa alternativa risiede nel fatto che, all'aumentare del divario tra livelli effettivo e programmato dei prezzi, ci si attenderebbe che vengano poste in atto manovre di politica monetaria sempre più aggressive. Rispetto al sistema basato su obiettivi di inflazione, la banca centrale sarebbe disposta ad accettare temporaneamente un tasso d'inflazione più alto finché l'indice dei prezzi non risale al livello obiettivo. In un simile contesto, sarebbe maggiore la probabilità che le aspettative di deflazione cedano il passo ad aspettative di inflazione, quantomeno in un arco di breve periodo. Tale sistema fornirebbe un'ancora al livello dei prezzi simile, per certi aspetti, al meccanismo del gold standard. Benché il targeting del livello dei prezzi si presenti come un cambiamento radicale rispetto alle prassi attuali, in realtà lo si potrebbe equiparare alla semplice fissazione di un obiettivo per il tasso medio d'inflazione su un lungo orizzonte temporale, che tenga conto di precedenti scostamenti dal valore assunto come obiettivo.

Targeting flessibile
in termini di livello
dei prezzi

Al contrario, le prassi attuali non considerano in genere le deviazioni passate. Tuttavia, le differenze tra tale sistema e gli schemi esistenti possono comportare difficoltà nella comunicazione con l'opinione pubblica.

Maggiore enfasi
sulla stabilità
finanziaria

Un'ulteriore alternativa potrebbe essere una modifica del quadro operativo esistente che ponga maggiore enfasi sulla stabilità finanziaria. L'esperienza storica sia recente sia più remota indica che gli episodi di grave deflazione sono di norma accompagnati da altrettanto gravi tensioni finanziarie. Anche in un contesto favorevole gli squilibri finanziari tendono ad accumularsi; la consapevolezza di ciò potrebbe contribuire a ridurre la probabilità e l'intensità di una loro successiva correzione destabilizzante, limitando a sua volta i rischi di crisi finanziarie e di deflazione. In pratica, una simile modifica non richiede una ridefinizione degli obiettivi di politica monetaria, bensì un parziale affinamento delle modalità con cui tali obiettivi vengono perseguiti. Anzitutto, le banche centrali potrebbero adottare orizzonti temporali più lunghi dei tradizionali uno o due anni, riconoscendo che i processi in questione tendono a protrarsi nel tempo. In secondo luogo, nel ponderare i rischi si potrebbe attribuire maggior peso alla possibilità di evitare le conseguenze più indesiderate, come una prolungata deflazione.

Limiti della politica
monetaria

Infine, si dovrebbe riconoscere che sussistono limiti all'efficacia della politica monetaria. L'esperienza giapponese, in particolare, ha messo in luce interazioni potenzialmente importanti tra le politiche monetaria, di bilancio e prudenziale. Di fronte a questa eventualità, è probabile che le banche centrali – di concerto con le autorità fiscali e di vigilanza – desiderino analizzare sistematicamente la gamma di opzioni disponibili per fronteggiare le forze deflazionistiche con largo anticipo sul loro effettivo manifestarsi. Nella misura in cui vi è coordinamento delle politiche tra istituzioni distinte, potrebbe venir posta la questione dell'indipendenza della banca centrale. Si tratta peraltro di un rischio che potrebbe valer la pena di correre se la ricerca di tali opzioni contribuisse a ispirare fiducia nella capacità della banca centrale, e dei responsabili delle politiche nel loro insieme, di combattere la deflazione.