

## IV. I limiti della politica monetaria

Nelle maggiori economie avanzate i tassi ufficiali rimangono molto bassi e i bilanci delle banche centrali continuano a espandersi sulla scia delle nuove tornate di operazioni di politica monetaria. Queste condizioni eccezionalmente accomodanti si stanno trasmettendo ai paesi emergenti sotto forma di pressioni indesiderate sui tassi di cambio e volatilità dei flussi di capitali, determinando la prevalenza di un orientamento monetario espansivo a livello internazionale.

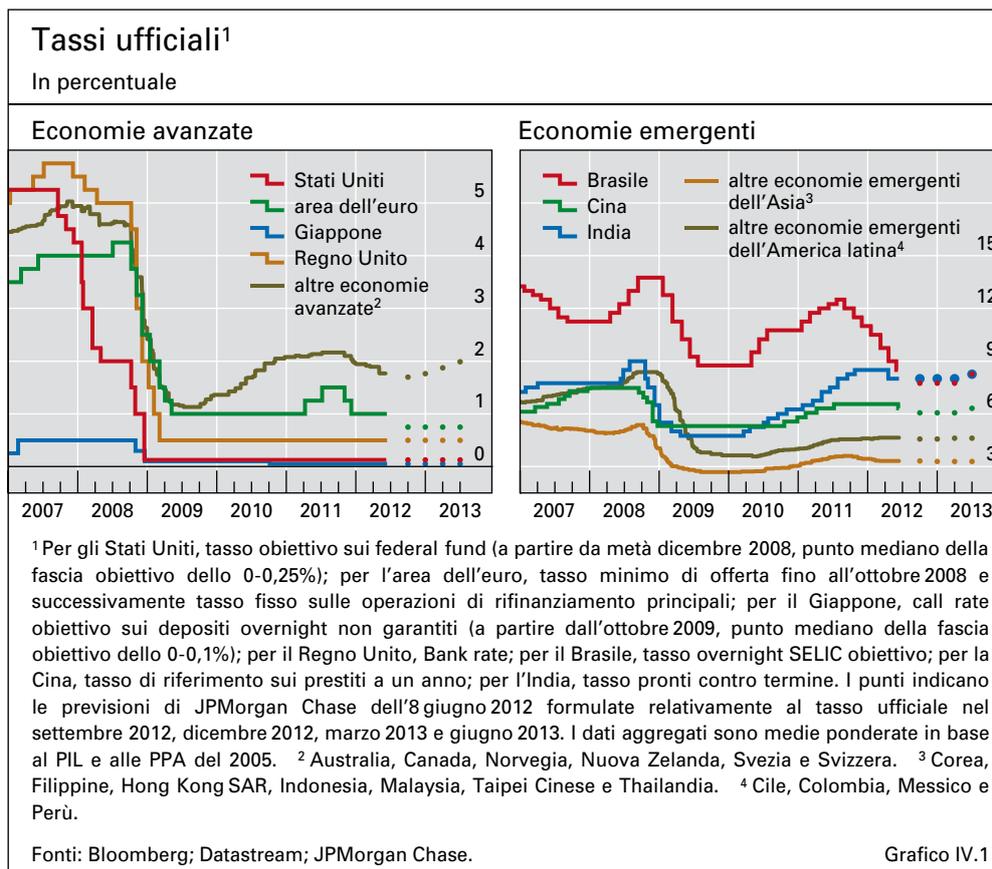
L'intervento risoluto delle banche centrali per contenere la crisi ha svolto un ruolo cruciale per evitare un collasso finanziario e sostenere le economie vacillanti. Tuttavia le capacità della politica monetaria non sono illimitate: può fornire liquidità, ma non è in grado di risolvere i problemi di fondo della solvibilità. Il mancato riconoscimento dei limiti della politica monetaria, inoltre, può portare a un sovraccarico di compiti per le banche centrali, con il rischio di gravi ripercussioni. Un allentamento monetario prolungato e aggressivo provoca degli effetti collaterali che possono ritardare il ritorno a una ripresa in grado di autosostenersi e creare dei rischi per la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria a livello globale. In aggiunta, il crescente divario tra ciò che ci si attende dalle banche centrali e ciò che esse sono effettivamente in grado di realizzare potrebbe comprometterne la credibilità e l'autonomia operativa nel lungo periodo.

La presente sezione passa anzitutto in rassegna le principali misure di politica monetaria adottate nell'ultimo anno dalle banche centrali nei paesi avanzati e in quelli emergenti e fornisce una valutazione dell'orientamento della politica monetaria a livello internazionale. In seguito analizza la portata e i limiti di un allentamento monetario prolungato e aggressivo: le implicazioni per un efficace risanamento dei bilanci nelle economie avanzate, le ripercussioni della politica monetaria globale sulle economie emergenti e i rischi che ne derivano per le banche centrali nel più lungo periodo.

### La politica monetaria nelle economie avanzate ed emergenti

#### *Misure di politica monetaria adottate lo scorso anno*

Tra giugno 2011 e l'inizio di giugno 2012 le banche centrali hanno arrestato o invertito l'inasprimento dei tassi ufficiali attuato in numerosi paesi avanzati ed emergenti nel primo semestre 2011 (grafico IV.1). Ciò è avvenuto in un contesto di indebolimento della crescita e diminuzione delle pressioni inflative. La Banca centrale europea (BCE) ha riportato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1%, consentendo al tempo stesso al tasso overnight per l'area dell'euro di scendere in prossimità di quello sulle operazioni di deposito, il cui valore è stato abbassato allo 0,25%. Nelle altre principali



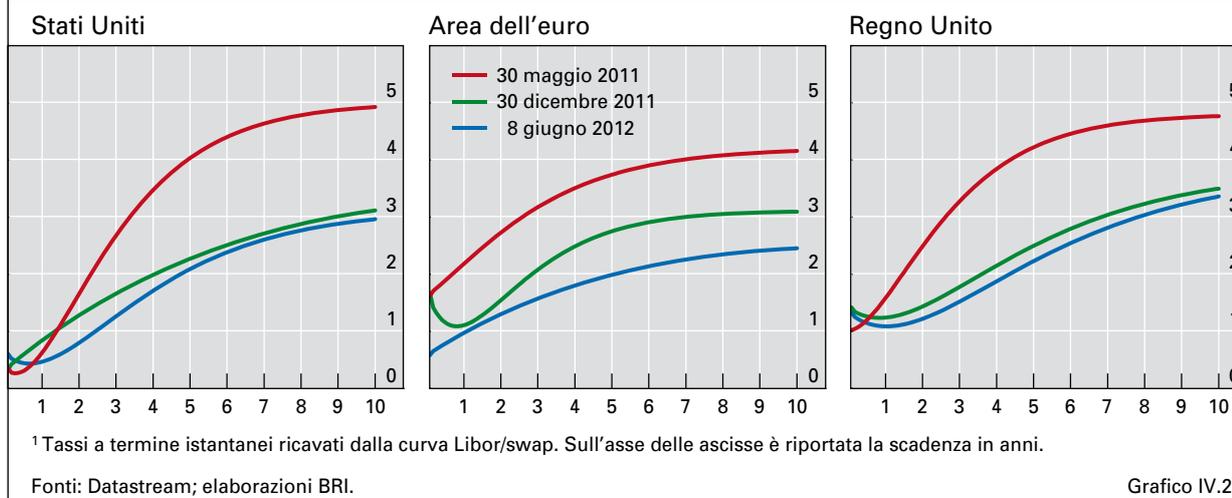
economie avanzate i tassi ufficiali si sono collocati al limite inferiore effettivo. Nei paesi emergenti, il Banco Central do Brasil ha tagliato i tassi di 400 punti base nell'agosto 2011, la Reserve Bank of India li ha abbassati di 50 punti base nell'aprile 2012 e la People's Bank of China ha ridotto di 25 punti base il tasso di riferimento per i prestiti a un anno agli inizi di giugno. Inoltre, alcune banche centrali dei paesi emergenti, in particolare Cina e India, hanno ridimensionato anche gli obblighi di riserva.

All'inizio del giugno di quest'anno i mercati prevedevano per il 2012 che i tassi ufficiali sarebbero stati ulteriormente ridotti nell'area dell'euro, in Cina e in Brasile e mantenuti invariati negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone e in India (grafico IV.1, punti). Le curve dei tassi a termine indicavano che i mercati scontavano tassi ufficiali bassi nelle principali economie avanzate per i due anni successivi (grafico IV.2). Tali aspettative erano ispirate, almeno in parte, alle indicazioni prospettiche fornite dalle banche centrali (c.d. "forward guidance"). Nel comunicato diffuso nell'aprile 2012 il Federal Open Market Committee prevedeva che, alla luce delle prospettive macroeconomiche, il tasso sui federal fund sarebbe rimasto su livelli eccezionalmente bassi almeno sino alla fine del 2014.

Nel corso dell'anno in esame le banche centrali delle maggiori economie avanzate hanno avviato una nuova tornata di operazioni di bilancio. La Federal Reserve, la Bank of England e la Bank of Japan hanno avviato o potenziato i programmi di acquisto di attività su vasta scala con l'obiettivo di favorire un calo dei tassi di interesse a lungo termine e più in generale dei premi al rischio,

## Curve dei tassi a termine<sup>1</sup>

In percentuale



al fine di allentare ulteriormente l'orientamento monetario. Nel settembre 2011 la Federal Reserve ha lanciato il Maturity Extension Program (MEP), nell'ambito del quale i proventi della vendita entro la fine di giugno 2012 di \$400 miliardi di titoli del Tesoro a più breve scadenza sono utilizzati per acquistare titoli del Tesoro con scadenza più lunga. Nel periodo in esame la Bank of England e la Bank of Japan hanno potenziato i propri programmi di acquisto di attività rispettivamente per £125 miliardi e ¥ 30 trilioni.

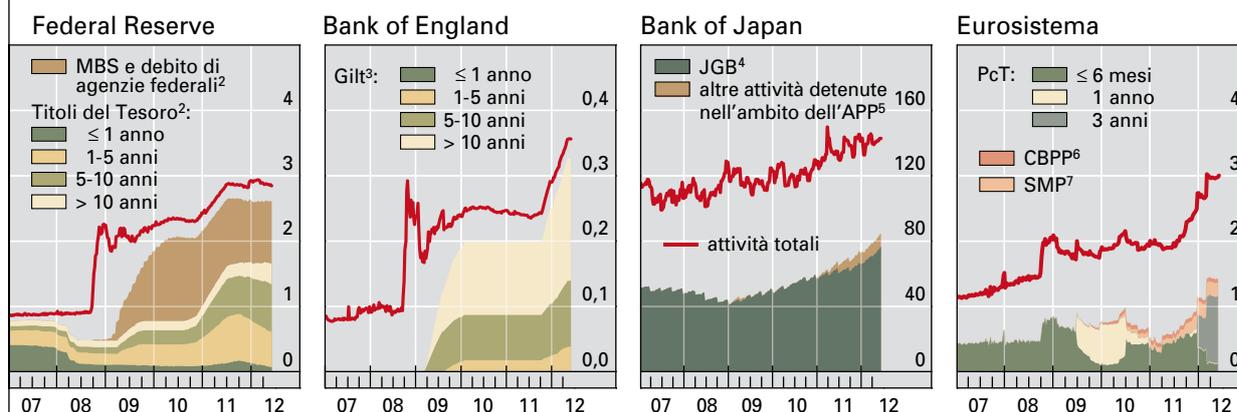
Gli acquisti su vasta scala effettuati da queste tre banche centrali a partire dalla fine del 2008 hanno notevolmente accresciuto le loro disponibilità di titoli a lungo termine, in particolare titoli di Stato (grafico IV.3, primi tre diagrammi); ciò ha contribuito a far slittare i tassi di interesse a lungo termine su livelli molto bassi (grafico IV.4, diagramma di sinistra)<sup>1</sup>.

Le operazioni di bilancio intraprese dalla BCE durante il periodo in esame erano mirate a contrastare le turbative nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria provocate dal deteriorarsi delle condizioni di finanziamento per banche e governi. Dopo l'impennata dei rendimenti obbligazionari di alcuni soggetti sovrani dell'area dell'euro (grafico IV.4, diagramma di destra), nell'agosto 2011 la BCE ha riattivato gli acquisti di titoli di Stato nel quadro del Programma per i mercati dei titoli finanziari (SMP). Inoltre, al fine di contrastare il rapido peggioramento delle condizioni di raccolta delle banche nei mercati dell'area dell'euro, ha condotto due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni, una nel dicembre 2011 e una nel febbraio 2012, con piena aggiudicazione degli importi. Al contempo, la BCE ha ampliato la

<sup>1</sup> Per una panoramica e nuove evidenze degli effetti dei programmi di acquisto di obbligazioni da parte delle banche centrali sui rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza, cfr. J. Meaning e F. Zhu, "L'impatto dei recenti programmi di acquisto di titoli da parte delle banche centrali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2011, e J. Meaning e F. Zhu, "L'impatto dei programmi di acquisto di titoli intrapresi dalla Federal Reserve", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2012 (la versione integrale di entrambi gli articoli è disponibile solo in inglese). Quest'ultimo studio conclude che gli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve potrebbero aver fatto diminuire i rendimenti decennali dei titoli del Tesoro USA di oltre 150 punti base alla fine del 2011.

## Dimensioni e composizione dei bilanci delle banche centrali<sup>1</sup>

In trilioni delle rispettive unità monetarie



<sup>1</sup> Per la Bank of England e la Federal Reserve, scomposizione in base alla vita residua; per l'Eurosistema, scomposizione delle operazioni pronti contro termine (PcT) in essere in base alla scadenza originaria. <sup>2</sup> Valore nominale; MBS = mortgage-backed securities. <sup>3</sup> Titoli detenuti nell'ambito dell'Asset Purchase Facility; proventi. <sup>4</sup> Titoli di Stato giapponesi. <sup>5</sup> Commercial paper, obbligazioni societarie, exchange-traded fund, titoli delle società di investimento immobiliare quotate e buoni del Tesoro a sconto detenuti nell'ambito dell'Asset Purchase Program (APP). <sup>6</sup> Covered bond detenuti nell'ambito del primo e del secondo Programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP 1 e CBPP 2). <sup>7</sup> Titoli detenuti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari (SMP).

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

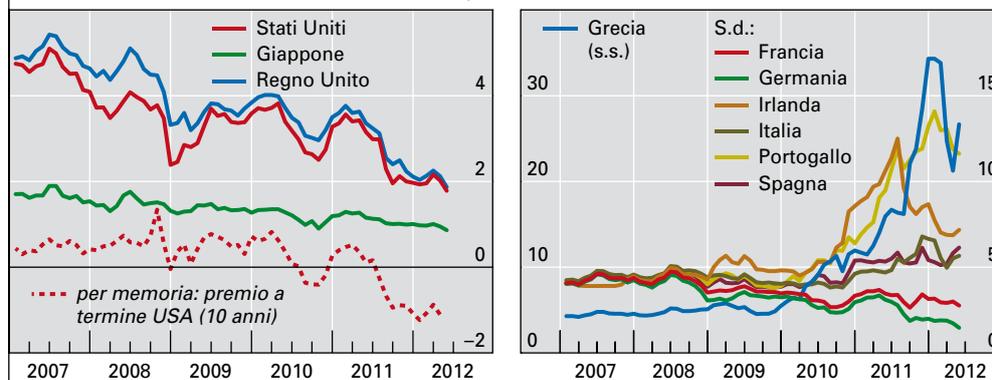
Grafico IV.3

gamma di attività accettate in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento e ha dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria. Tutte queste misure, tuttavia, hanno allentato solo temporaneamente le pressioni di finanziamento per le banche e i prenditori sovrani, e all'inizio del marzo 2012 le tensioni interne all'area dell'euro si sono nuovamente inasprite (Capitolo II).

A seguito di questi provvedimenti le dimensioni e la scadenza delle attività nel bilancio dell'Eurosistema hanno registrato un notevole incremento (grafico IV.3, ultimo diagramma). A fine maggio 2012 le disponibilità di titoli acquistati in via definitiva nel quadro dell'SMP erano pari a €212 miliardi, mentre quelle di covered bond nell'ambito dei programmi di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (CBPP) si sono attestate intorno a €69 miliardi.

## Tassi di interesse a lungo termine

Rendimenti dei titoli di Stato decennali, in percentuale



Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico IV.4

L'importo totale aggiudicato nelle due ORLT a tre anni è stato di circa €1 trilione, e ha determinato un incremento netto del bilancio dell'Eurosistema di circa €500 miliardi, poiché nel contempo il volume di altre operazioni di rifinanziamento a scadenza più breve è stato ridotto.

Le autorità giapponesi e la Banca nazionale svizzera (BNS) sono intervenute nel mercato dei cambi per contrastare il forte apprezzamento delle rispettive valute dovuto ai flussi di capitali in cerca di impieghi sicuri. Le riserve valutarie ufficiali del Giappone sono lievitate di \$185 miliardi nel 2011, arrivando a un totale di \$1 221 miliardi (tabella IV.1). Nel settembre 2011 la BNS ha fissato per il franco svizzero un tasso di cambio minimo con l'euro pari a 1,20. Nel contempo, l'incremento delle riserve in valuta della Svizzera nel 2011 è

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
In miliardi di dollari USA							
	Ai tassi di cambio correnti						Per memoria: stock in essere (dicembre 2011)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Mondo	933	1 449	639	829	1 099	935	10 204
Paesi industriali	91	99	61	83	194	269	2 037
Stati Uniti	3	5	4	1	2	-0	52
Area dell'euro	17	19	-1	-8	13	1	208
Giappone	46	73	55	-7	39	185	1 221
Svizzera	2	7	0	47	126	54	271
Asia	396	695	410	715	651	424	5 112
Cina	247	462	418	453	448	334	3 181
Corea	28	23	-61	65	22	11	298
Filippine	4	10	3	4	16	12	66
Hong Kong SAR	9	19	30	73	13	17	285
India	39	96	-20	12	9	-5	263
Indonesia	8	14	-5	11	29	14	104
Malaysia	12	19	-10	2	9	27	129
Singapore	20	27	11	12	38	12	235
Taipei Cinese	13	4	21	56	34	4	386
Thailandia	15	20	23	25	32	-0	165
America latina <sup>1</sup>	54	127	42	25	81	97	642
Argentina	8	14	0	-1	4	-7	40
Brasile	32	94	13	39	49	63	343
Cile	3	-3	6	1	2	14	40
Messico	2	11	8	0	21	23	137
Venezuela	5	-5	9	-15	-8	-3	6
ECO <sup>2</sup>	26	42	6	13	14	3	260
Medio Oriente <sup>3</sup>	96	108	150	-29	50	84	661
Russia	120	171	-56	-5	27	8	441
<i>Per memoria:</i> <i>esportatori netti</i> <i>di petrolio<sup>4</sup></i>	<i>286</i>	<i>331</i>	<i>144</i>	<i>-62</i>	<i>107</i>	<i>135</i>	<i>1 556</i>

<sup>1</sup> Paesi elencati, più Colombia e Perù. <sup>2</sup> Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. <sup>3</sup> Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. <sup>4</sup> Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali.

Tabella IV.1

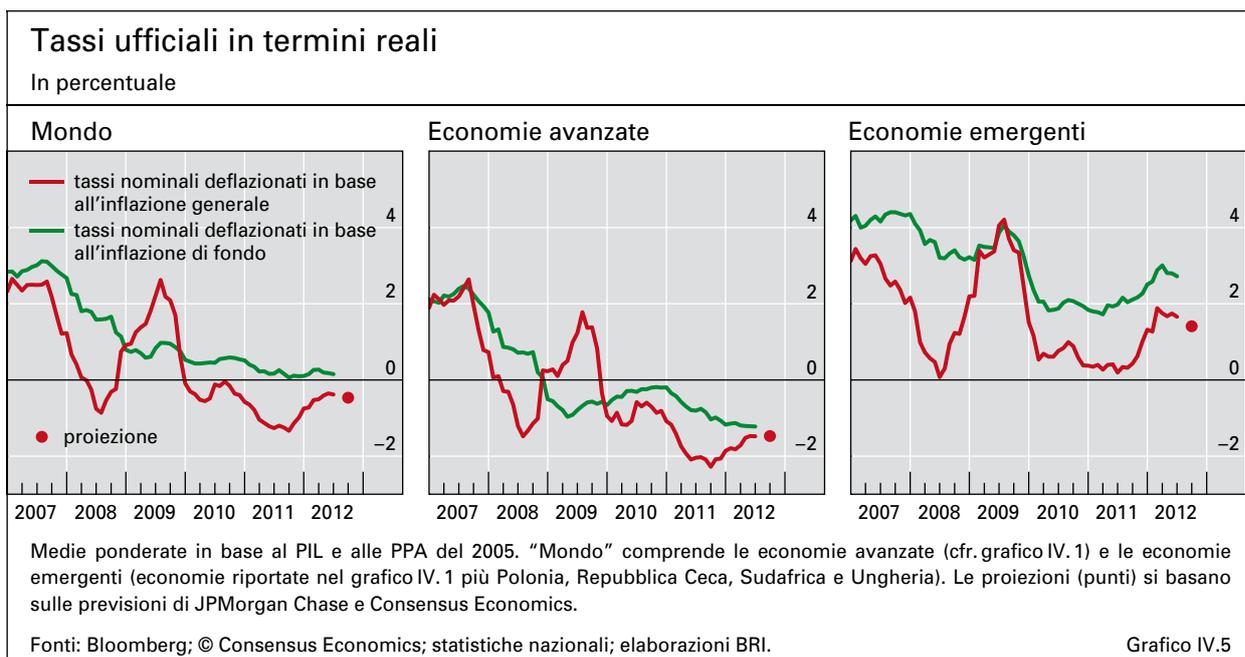
risultato inferiore a quello registrato l'anno precedente (tabella IV.1). Tuttavia, nel maggio 2012, tali riserve sono aumentate di oltre il 25% rispetto al mese precedente, a causa delle accresciute pressioni sul tasso di cambio minimo franco svizzero/euro.

Nelle economie emergenti, in particolare in Asia, nel corso del 2011 l'accumulo di riserve valutarie è rallentato (tabella IV.1). Tale andamento è in parte riconducibile al calo delle spinte al rialzo sui tassi di cambio nel secondo semestre, dovuto all'aumento dell'avversione al rischio a livello mondiale, che ha indotto un deflusso di capitali (grafico II.6, diagramma di sinistra). Le riserve valutarie totali dei paesi emergenti asiatici rimanevano comunque molto elevate, pari a \$5 trilioni, ossia la metà del totale mondiale nel dicembre 2011. Poco meno di un terzo delle riserve valutarie mondiali, pari a oltre \$3 trilioni, era detenuto dalla Cina.

#### Valutazione dell'orientamento della politica monetaria

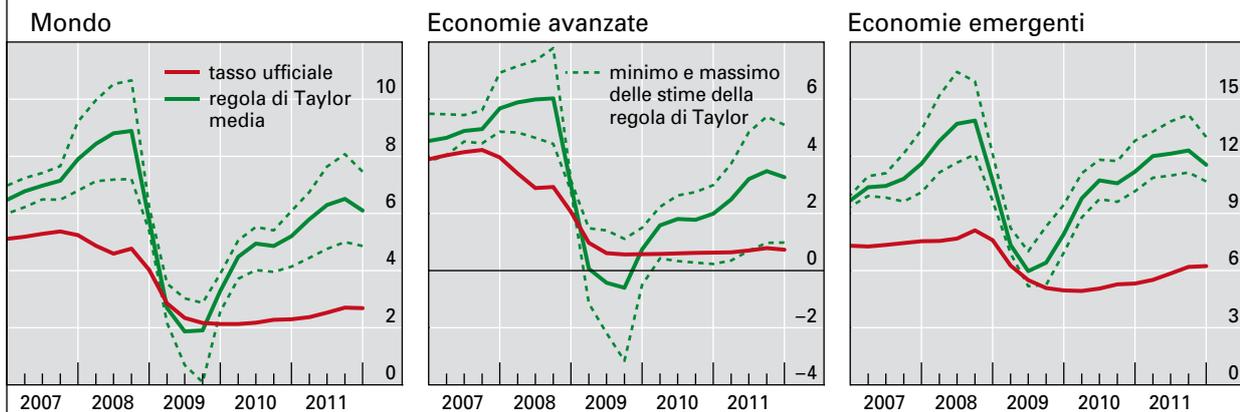
I tassi ufficiali reali (al netto dell'inflazione) indicano un orientamento molto accomodante della politica monetaria a livello mondiale, a prescindere dal fatto che si utilizzi l'inflazione di fondo o l'indice generale per deflazionare i tassi nominali (grafico IV.5). All'inizio del 2012 i tassi di interesse reali erano vicini allo zero a livello mondiale. Nelle principali economie avanzate essi sono rimasti fermamente negativi; nei paesi emergenti, invece, hanno registrato un lieve incremento, ma paiono ancora molto bassi considerato il trend di crescita del prodotto in queste economie negli ultimi anni.

I tassi ufficiali impliciti nella regola di Taylor, che collega i tassi in modo meccanico all'inflazione e all'output gap, delineano un quadro molto simile (grafico IV.6). Va riconosciuto che una valutazione basata su questa regola viene inevitabilmente complicata dall'elevato grado di incertezza circa il livello e il tasso di crescita del prodotto potenziale. Nonostante ciò, anche tenendo



## Benchmark dei tassi ufficiali<sup>1</sup>

In percentuale



Le regole di Taylor sono calcolate come  $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , dove  $\pi$  è la misura dell'inflazione e  $y$  è la misura dell'output gap. La costante  $c$  è data dalla somma del tasso di inflazione medio e della crescita del PIL in termini reali a partire dal 1° trimestre 2000.  $\pi^*$  è calcolato come livello medio del tasso di inflazione a partire dal 1° trimestre 2000. Le regole di Taylor sono state calcolate per tutte le combinazioni fra le tre misure dell'inflazione (generale, di fondo e previsioni di consensus sull'inflazione generale) e le misure dell'output gap ottenute mediante tre modi diversi di calcolo del prodotto potenziale (filtro HP, trend lineare e componenti non osservate). Il grafico riporta i tassi medio, massimo e minimo stimati dalla regola di Taylor per tutte e nove le combinazioni considerate.

<sup>1</sup> Media ponderata in base alle PPA del 2005. "Mondo" comprende le economie elencate di seguito. Economie avanzate: area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Economie emergenti: Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria.

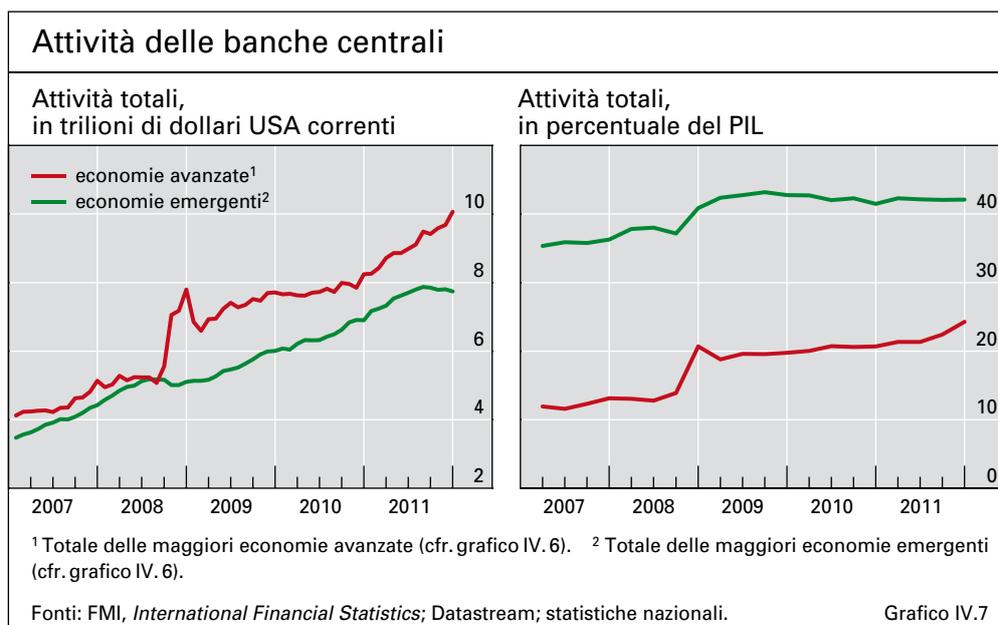
Fonti: Bloomberg; CEIC; © Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.6

conto di tutte le combinazioni fra le varie misure di inflazione (generale e di fondo) e le stime alternative dell'output gap (trend lineare variabile nel tempo e trend costante), alla fine del 2011 i tassi ufficiali apparivano insolitamente bassi (grafico IV.6, diagramma di sinistra). Tale risultato era determinato soprattutto dalle economie emergenti (grafico IV.6, diagramma di destra) e rispecchiava l'importanza dei fattori esterni – ossia i timori relativi alla volatilità dei tassi di cambio e dei flussi di capitali – per la conduzione della politica monetaria in queste economie. Nelle economie avanzate i tassi ufficiali si attestavano appena al disotto dell'intervallo dei valori teorici ottenuti con la regola di Taylor, dopo essersi collocati all'interno di tale intervallo per gran parte del periodo a partire dallo scoppio della crisi (grafico IV.6, diagramma centrale).

I tassi di interesse reali e la regola di Taylor ovviamente non sono in grado di definire con precisione l'orientamento della politica monetaria. Infatti, l'entità dell'allentamento monetario potrebbe essere sovrastimata, in quanto la formulazione classica della regola ignora numerosi fattori che assumono rilevanza nel contesto attuale. Fra di essi spiccano i timori di afflussi di capitali destabilizzanti, le perduranti difficoltà nel settore finanziario ereditate dalla crisi e le modifiche degli obblighi di riserva.

L'orientamento delle politiche monetarie appare tuttavia notevolmente più accomodante se si tiene conto anche dell'espansione senza precedenti dei bilanci delle banche centrali. Le attività totali detenute dalle banche centrali sono più che raddoppiate nel corso degli ultimi quattro anni e si collocavano



intorno a \$18 trilioni alla fine del 2011 (grafico IV.7, diagramma di sinistra). Nelle economie avanzate gli attivi delle banche centrali sono saliti al 25% circa del PIL, sulla scia delle operazioni di bilancio effettuate per contrastare la crisi finanziaria globale (grafico IV.7, diagramma di destra). Questi interventi hanno prodotto un ulteriore allentamento monetario, ad esempio contribuendo a far scendere i rendimenti obbligazionari a lungo termine<sup>2</sup>. Nelle principali economie emergenti le attività delle banche centrali si collocavano intorno al 40% del PIL alla fine del 2011, rispecchiando l'elevata accumulazione di riserve valutarie durante il decennio scorso, in particolare in Asia. Ciò ha verosimilmente attenuato l'apprezzamento dei tassi di cambio, a beneficio della crescita.

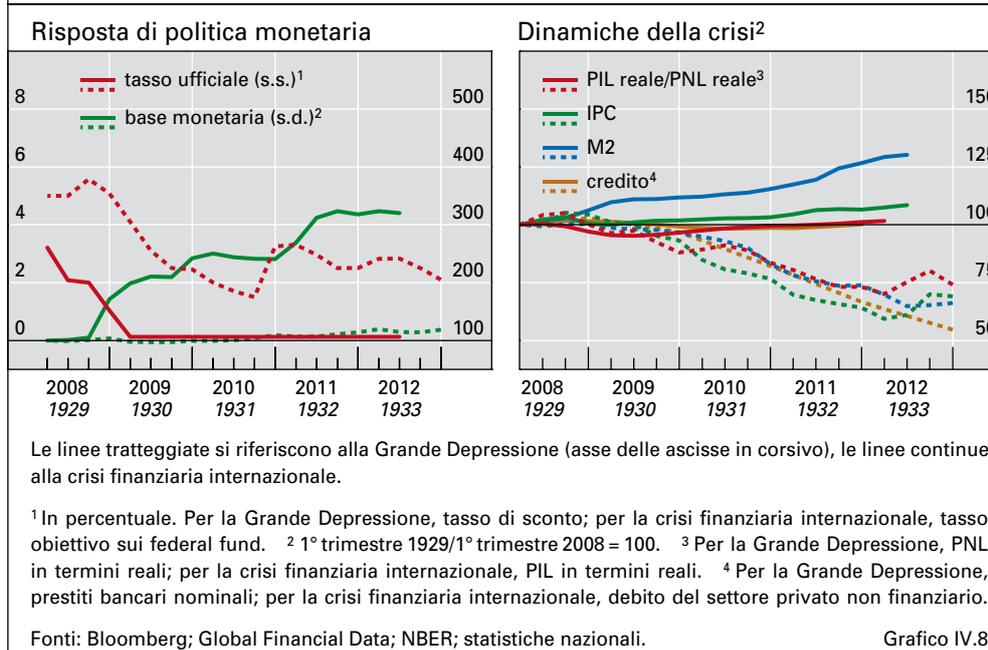
### La portata e i limiti di un allentamento monetario prolungato

L'intervento risoluto delle banche centrali nel corso della crisi finanziaria globale è stato con tutta probabilità cruciale per evitare il ripetersi degli eventi della Grande Depressione. Ciò si può desumere comparando le dinamiche della crisi (grafico IV.8, diagramma di destra) e la risposta sul piano della politica monetaria (grafico IV.8, diagramma di sinistra) registrate durante quel periodo storico (linee tratteggiate) e nella recente crisi (linee continue) negli Stati Uniti.

Tuttavia, mentre vi è ampio consenso sul fatto che l'allentamento monetario aggressivo nelle principali economie avanzate sia stato importante per prevenire un collasso del sistema finanziario, i benefici del mantenimento di condizioni monetarie espansive per un lungo periodo sono più controversi.

<sup>2</sup> Per un'analisi dell'impatto sui mercati finanziari e degli effetti macroeconomici delle operazioni di bilancio intraprese dalle banche centrali nelle principali economie avanzate, cfr. M. Cecioni, G. Ferrero e A. Secchi, "Misure non convenzionali di politica monetaria in teoria e in pratica", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 102, settembre 2011 (testo integrale disponibile solo in inglese). Cfr. i riferimenti nella nota 1 per le evidenze più recenti sugli effetti degli acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali.

## Risposta di politica monetaria e dinamiche della crisi negli USA: Grande Depressione e crisi finanziaria internazionale a confronto



In particolare, sono ancora materia di dibattito le implicazioni per un efficace risanamento dei bilanci quale preconditione per una crescita sostenuta, i rischi per la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria globali, e infine le conseguenze di lungo periodo per la credibilità delle banche centrali e la loro autonomia operativa.

### *Allentamento monetario e risanamento dei bilanci*

Una politica monetaria accomodante può favorire nel breve periodo il risanamento dei bilanci privati e pubblici: essa consente infatti alle banche e ai governi di guadagnare tempo per risolvere i problemi di solvibilità, e pertanto contribuisce a evitare un processo disordinato di riduzione dell'indebitamento e insolvenze incontrollate. Una tale politica, inoltre, può abbassare i costi del servizio del debito, sostenere i prezzi delle attività e favorire il prodotto e l'occupazione.

Al contempo, tuttavia, è probabile che durante la ripresa da una crisi finanziaria la politica monetaria risulti meno efficace nello stimolare l'attività economica. Operatori economici già sovraindebitati non desiderano contrarre nuovi prestiti per finanziare la spesa e un sistema finanziario in difficoltà è meno efficiente nel trasmettere l'orientamento della politica monetaria al resto dell'economia. Ciò significa che, al fine di ottenere gli stessi effetti di breve termine sulla domanda aggregata, l'allentamento monetario dovrà essere più accentuato. Tuttavia, ciò non può sostituire gli interventi correttivi diretti finalizzati a ridurre gli oneri debitori e risanare i bilanci. In ultima istanza, vi è addirittura il rischio che un allentamento monetario prolungato ritardi per il tramite di vari canali il risanamento dei bilanci e il ritorno a una ripresa in grado di autosostenersi.

Anzitutto, il protrarsi di condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti maschera i problemi fondamentali di bilancio e riduce gli incentivi ad affrontarli risolutamente. Il necessario consolidamento dei conti pubblici e le riforme strutturali destinate a ripristinare la sostenibilità fiscale potrebbero essere rinviati. In effetti, come si vedrà più dettagliatamente nel Capitolo V, è necessario un intervento più deciso da parte dei governi per recuperare lo status di prenditori privi di rischio, che è essenziale sia per la stabilità macroeconomica sia per quella finanziaria in una prospettiva di più lungo periodo.

Analogamente, gli acquisti di attività su vasta scala e il sostegno di liquidità incondizionato, abbinati a tassi di interesse molto bassi, possono affievolire la percezione dell'urgenza di risolvere il problema delle attività deteriorate nei bilanci delle banche. Gli istituti di credito sono di fatto ancora alle prese con l'eredità della crisi finanziaria globale e spesso dipendono in ampia misura dai finanziamenti delle banche centrali (Capitolo VI). Inoltre, i bassi tassi di interesse riducono il costo-opportunità di detenere crediti in sofferenza e potrebbero indurre le banche a sovrastimare le capacità di rimborso. Tutti questi fattori rischiano di protrarre la fragilità dei bilanci e l'allocatione distorta del credito<sup>3</sup>. L'evidenza secondo cui la riduzione dell'indebitamento delle famiglie statunitensi sarebbe riconducibile a una diminuzione dei nuovi prestiti piuttosto che alla svalutazione di debiti insostenibili (Capitolo III) segnala la rilevanza di tali meccanismi nell'attuale congiuntura. Allo stesso modo, il basso rapporto tra il valore di mercato e quello contabile delle banche – generalmente ben inferiore a uno – e i modesti accantonamenti per perdite su crediti nonostante la difficile situazione macroeconomica (tabella VI.1) potrebbero essere indicativi del ricorso a pratiche di evergreening.

In secondo luogo, l'allentamento monetario nel lungo periodo può mettere a repentaglio la redditività delle banche. Il livello dei tassi di interesse a breve e l'inclinazione della curva dei rendimenti presentano entrambi una relazione positiva con il reddito netto da interessi delle banche, grazie agli effetti favorevoli che esercitano rispettivamente sui margini sui depositi e sui ricavi risultanti dalla trasformazione delle scadenze<sup>4</sup>. È pur vero che, secondo l'evidenza fornita da un campione di istituti attivi a livello internazionale, nel periodo 2008-10 l'allentamento monetario ha favorito la redditività delle banche, sostenendo la ricostituzione delle basi patrimoniali (riquadro IV.A). Gli effetti negativi legati al calo dei tassi di interesse ufficiali sono stati più che compensati dall'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Tuttavia, un contesto caratterizzato per un periodo prolungato da bassi tassi di interesse a breve termine e curve piatte dei rendimenti provocherebbe in ultima istanza una erosione del reddito netto da interessi delle banche. È già possibile rilevare

<sup>3</sup> L'evidenza empirica indica che pratiche di evergreening erano diffuse in Giappone nel corso del lungo periodo di bassi tassi di interesse nominali negli anni novanta. Anche in Italia sono state osservate pratiche analoghe nel corso dei primi anni della crisi finanziaria globale. Cfr. R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, dicembre 2008, pagg. 1943-1977, e U. Albertazzi e D. Marchetti, "Offerta di credito, flight to quality ed evergreening: un'analisi delle relazioni banca-impresa dopo Lehman", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, n. 756, aprile 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese).

<sup>4</sup> Cfr. U. Albertazzi e L. Gambacorta, "Bank profitability and the business cycle", *Journal of Financial Stability*, vol. 5, dicembre 2009, pagg. 393-409.

## Riquadro IV.A – Politica monetaria e redditività delle banche nel 2008-10

Questo riquadro analizza il legame tra le variazioni nella struttura per scadenze dei tassi di interesse e la redditività delle banche successivamente al fallimento di Lehman Brothers. Vengono utilizzate le informazioni di bilancio di 107 grandi banche internazionali con sede legale in 14 importanti economie avanzate e operatività in più giurisdizioni. Per questo motivo tutti gli indicatori macroeconomici sono costruiti come medie ponderate dei paesi dove opera ciascuna banca, utilizzando i dati sulle attività estere tratti dalle statistiche bancarie consolidate BRI.

La tabella riporta i risultati di semplici regressioni cross-section effettuate sui valori medi del periodo 2008-10 per: a) margine netto di interesse (MNI); b) rapporto fra crediti deteriorati e attività totali; c) redditività dell'attivo (ROA). Una riduzione del livello del tasso di interesse a breve termine e della pendenza della curva dei rendimenti (in entrambi i segmenti tra 0 e 2 anni e tra 2 e 10 anni) ha un impatto negativo sul reddito netto da interessi delle banche. Tuttavia, per i 14 paesi analizzati, i tassi di interesse a breve termine nel 2008-10 sono diminuiti in media di 2,44 punti percentuali, mentre i due segmenti della curva dei rendimenti sono aumentati rispettivamente di 0,35 e 1,33 punti percentuali. Nel complesso, queste variazioni hanno fornito un contributo positivo all'MNI (0,69 punti percentuali). Le variazioni nella struttura della curva dei rendimenti hanno inoltre ridotto il rapporto crediti deteriorati/attività totali (di 0,17 punti percentuali), contenendo lo scadimento della qualità del portafoglio crediti durante la contrazione economica. Questi risultati mantengono la loro validità anche quando si tiene conto dell'espansione delle attività totali delle banche centrali, delle condizioni del ciclo economico e delle caratteristiche specifiche delle banche come dimensioni, liquidità, incidenza delle fonti di finanziamento di mercato e inclusione di una variabile dummy specifica per le banche beneficiarie di pacchetti di salvataggio.

Variabili esplicative	a) MNI		b) Crediti deteriorati/ attività totali		c) ROA	
	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.
Tasso di interesse a breve termine	0,258 (0,107)	**	1,651 (0,486)	***	0,034 (0,226)	
Pendenza della curva dei rendimenti 0-2 anni	0,641 (0,206)	***	1,287 (0,914)		1,321 (0,272)	***
Pendenza della curva dei rendimenti 2-10 anni	0,820 (0,190)	***	2,562 (0,993)	***	0,253 (0,354)	
Variazione del rapporto attività totali della banca centrale/PIL	0,002 (0,006)		-0,024 (0,033)		0,005 (0,011)	
Crescita del PIL nominale	0,019 (0,039)		-0,787 (0,180)	***	0,151 (0,080)	*
Incidenza delle fonti di finanziamento di mercato	-0,021 (0,003)	***	0,057 (0,037)		-0,023 (0,006)	***
Dimensioni della banca	-0,01 (0,041)		-0,899 (0,323)	***	0,297 (0,097)	***
Indice di liquidità della banca	-0,014 (0,006)	**	-0,019 (0,029)		-0,001 (0,013)	
Numero di osservazioni	107		107		107	
R <sup>2</sup>	0,635		0,411		0,311	
Valori medi delle variabili dipendenti nel 2008-10	1,57%		2,40%		0,45%	

Tutte le variabili sono calcolate come medie semplici del periodo 2008-10. Le dimensioni della banca sono misurate come logaritmo delle attività totali, la liquidità della banca come rapporto fra cassa e liquidità da un lato e attività totali dall'altro, il finanziamento di mercato come quota di attività finanziate da passività diverse dai depositi. Tutti i rapporti sono espressi in percentuale. Non sono riportati i coefficienti per la variabile dummy relativa alle banche beneficiarie di interventi di salvataggio. Fra parentesi figurano gli errori standard robusti. I simboli \*, \*\* e \*\*\* denotano rispettivamente un livello di significatività del 10, 5 e 1%. Per maggiori informazioni sul database, cfr. M. Brei, L. Gambacorta e G. von Peter, "Rescue packages and bank lending", *BIS Working Papers*, n. 357, novembre 2011.

segnali in tal senso: il recente appiattimento della curva dei rendimenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti è andato di pari passo con una flessione del margine netto da interessi (tabella VI.1).

I bassi rendimenti delle attività a reddito fisso creano inoltre difficoltà per le compagnie di assicurazione del ramo vita e i fondi pensione. I gravi problemi di margini di profitto negativi riconducibili al contesto di tassi di interesse contenuti hanno contribuito a portare al fallimento numerose compagnie di assicurazione vita in Giappone tra la fine degli anni novanta e i primi anni duemila. Attualmente le società di assicurazione e i fondi pensione si sono in parte tutelati da questi effetti coprendosi dal rischio di tasso di interesse, oppure passando a polizze unit-linked o sistemi a contribuzione definita<sup>5</sup>. Queste misure, tuttavia, trasferiscono in definitiva il rischio sulle famiglie e su altre istituzioni finanziarie.

In terzo luogo, il basso livello dei tassi di interesse su tutte le scadenze può creare nuovi pericoli di un'eccessiva assunzione di rischio. Contenere la diffusione dell'avversione al rischio costituiva una motivazione importante per l'eccezionale allentamento monetario fornito dalle banche centrali in risposta alla crisi finanziaria globale. Tuttavia, i tassi di interesse bassi, stimolando la ricerca di rendimento in segmenti indesiderati, possono favorire l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie nel lungo periodo. Esiste un'ampia evidenza empirica a sostegno della rilevanza che questo canale ha avuto nella catena di eventi culminata nella crisi finanziaria<sup>6</sup>. Le ingenti perdite da negoziazione accusate di recente da alcune istituzioni finanziarie potrebbero segnalare un'eccessiva assunzione di rischio in alcuni segmenti, e meritano un'attenta considerazione.

Infine, un allentamento monetario aggressivo e prolungato potrebbe creare distorsioni nei mercati finanziari. I tassi di interesse bassi e le operazioni di bilancio condotte dalle banche centrali hanno modificato le dinamiche dei mercati monetari overnight, con il rischio di complicare il rientro dall'allentamento monetario (riquadro IV.B). Gli acquisti di attività su vasta scala, effettuati con l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse a lungo termine e gli spread di rischio nei mercati finanziari, finiscono per rendere meno chiari i segnali del mercato. I rendimenti a lungo termine sui principali titoli di Stato rappresentano un riferimento fondamentale per l'intermediazione finanziaria. Il fatto che si collochino su livelli straordinariamente bassi potrebbe falsare la valutazione dei prezzi delle attività più in generale e mettere a repentaglio la funzione dei mercati finanziari di favorire un'efficace allocazione intertemporale delle risorse (grafico IV.4).

In presenza di tassi ufficiali da oltre tre anni al limite inferiore effettivo nelle principali economie avanzate e di una continua espansione dei bilanci delle banche centrali, occorre tenere sotto stretta osservazione questi eventuali effetti collaterali. In effetti, come descritto nei Capitoli III, V e VI, la ripresa

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Fixed income strategies of insurance companies and pension funds", *CGFS Papers*, n. 44, luglio 2011.

<sup>6</sup> Per una panoramica degli studi empirici sul canale dell'assunzione di rischio, cfr. tra gli altri A. Maddaloni e J.-L. Peydró, "Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: evidence from the euro-area and the U.S. lending standards", *Review of Financial Studies*, vol. 24, giugno 2011, pagg. 2121-2165 e Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués, "Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?", *Economic Letters*, 2012 (di prossima pubblicazione).

resta fragile a causa dell'ingente debito accumulato e dei perduranti squilibri strutturali, mentre non sono state intraprese con il necessario vigore misure atte a garantire la sostenibilità dei conti pubblici e a risanare i bilanci.

## Riquadro IV.B – Andamenti nei mercati monetari overnight

Le banche centrali fanno tradizionalmente affidamento sul mercato monetario overnight non garantito per l'attuazione della politica monetaria. Le politiche di ampliamento dei bilanci perseguite dalle autorità monetarie in molte giurisdizioni hanno tuttavia modificato considerevolmente le dinamiche di questo mercato. Laddove non siano pienamente compresi o non rientrino in maniera autonoma, questi cambiamenti potrebbero comportare difficoltà nell'uscita dalle misure non convenzionali di politica monetaria e richiedere la modifica degli assetti operativi.

L'espansione dei bilanci delle banche centrali ha indotto un aumento considerevole delle riserve depositate presso tali istituzioni (grafico IV.B, diagramma di sinistra). Queste riserve in eccesso hanno spinto i tassi interbancari overnight verso i rispettivi limiti inferiori, ossia i tassi ai quali le banche centrali remunerano i depositi (grafico IV.B, diagramma di destra). In altre parole, le banche centrali hanno abbandonato la consuetudine di mantenere il tasso overnight in prossimità di un valore obiettivo, di norma corrispondente al punto mediano dell'intervallo dato dai tassi a cui le banche possono rispettivamente ottenere fondi dalla banca centrale o depositarli presso di essa. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito il tasso overnight si è addirittura spinto al disotto del tasso di remunerazione delle riserve. In entrambi i paesi partecipano al mercato overnight entità non bancarie che non hanno accesso diretto alle operazioni di deposito presso la banca centrale. Questa segmentazione del mercato, insieme ai limiti all'arbitraggio, consente alle banche (che invece hanno accesso a tali operazioni) di offrire una bassa remunerazione ai fondi mutuati da queste entità, e quindi di spingere i tassi di mercato quotati al disotto del tasso offerto alle banche dalla banca centrale<sup>①</sup>.

In aggiunta, stanno diminuendo i volumi di prestito nel mercato non garantito, dal momento che le banche hanno minore necessità di ricorrere ad altre banche per finanziare gli scompensi di liquidità giornalieri (grafico IV.B, diagramma centrale). Nel Regno Unito, ad esempio, i volumi delle operazioni non garantite alla base del fixing del SONIA si sono più che dimezzati a partire dal 2008<sup>②</sup>. Una flessione analoga si è osservata nell'area dell'euro per i volumi delle contrattazioni alla base dell'EONIA<sup>③</sup>. Inoltre, i timori per il rischio di controparte e le modifiche regolamentari hanno accresciuto l'attrattiva dei mercati garantiti. Diversamente da quanto osservato per il SONIA, i volumi alla base del fixing del RONIA nel Regno Unito si sono in media mantenuti intorno ai livelli prevalenti nel 2008<sup>④</sup>. Tendenze analoghe sarebbero in atto anche in altre giurisdizioni.

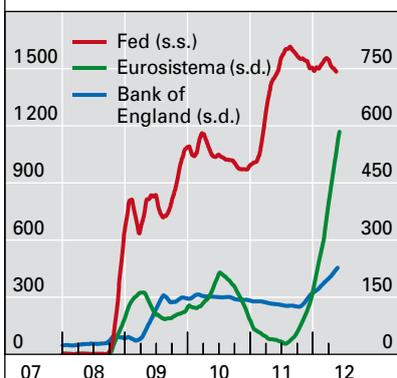
Vi è inoltre evidenza del fatto che stanno cambiando le dinamiche dei tassi overnight. Negli Stati Uniti la trasmissione dal tasso overnight non garantito ai tassi garantiti (un anello fondamentale nella catena di trasmissione della politica monetaria) si è indebolita durante il periodo di tassi ufficiali prossimi allo zero<sup>⑤</sup>. In Svezia, da quando la Riksbank è rientrata dalle politiche di espansione del proprio bilancio, la volatilità del tasso overnight (tomorrow-next) è risultata maggiore rispetto al periodo pre-crisi<sup>⑥</sup>.

Al fine di poter manovrare il tasso overnight al momento di rientro dalle politiche non convenzionali, le banche centrali dovranno disporre di strumenti comprovati per il controllo delle riserve. Infine, occorrerà forse riconsiderare se la prassi pre-crisi di prendere a obiettivo un tasso del mercato non garantito a breve termine sia ancora la più efficace<sup>⑦</sup>.

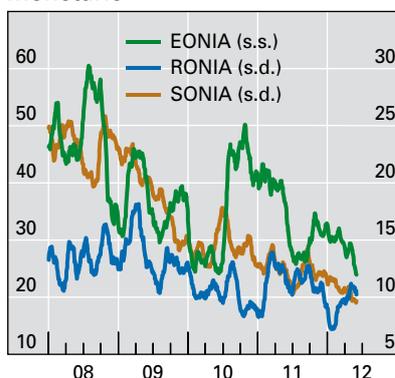
<sup>①</sup> Cfr. M. Bech ed E. Klee, "The mechanics of a graceful exit: interest on reserves and segmentation in the federal funds market", *Journal of Monetary Economics*, 58(5), luglio 2011, pagg. 415-431. <sup>②</sup> Cfr. Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 2° trimestre 2011. Il fixing del SONIA corrisponde alla media ponderata di tutte le operazioni non garantite in sterline intermedie a Londra dai membri della Wholesale Markets Brokers' Association (WMBA). <sup>③</sup> L'EONIA (Euro OverNight Index Average) è calcolato come media ponderata di tutte le operazioni di prestito overnight non garantite effettuate nel mercato interbancario, originate all'interno dell'area dell'euro dalle banche partecipanti. <sup>④</sup> Il fixing del RONIA rappresenta la media ponderata dei tassi di interesse di tutte le transazioni a pronti overnight garantite (ad esempio, pronti contro termine) in sterline condotte per il tramite di intermediari utilizzando il meccanismo delivery-by-value del CREST, che consente di mutuare contante in sterline a fronte dello stanziamento di gilt in garanzia. Il CREST è un depositario centrale di titoli nel Regno Unito. <sup>⑤</sup> Cfr. M. Bech, E. Klee e V. Stebunovs, "Arbitrage, liquidity and exit: the repo and federal funds markets before, during, and emerging from the financial crisis", *Finance and Economics Discussion Series* del Federal Reserve Board, 2012-21. <sup>⑥</sup> Cfr. P. Sellin e P. Sommar "The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:2. <sup>⑦</sup> Cfr. ad esempio il discorso di apertura di Jürgen Stark al workshop della BCE "The post-crisis design of the operational framework for the implementation of monetary policy", Francoforte sul Meno, 10 ottobre 2011.

## Cambiamenti nelle dinamiche del mercato monetario

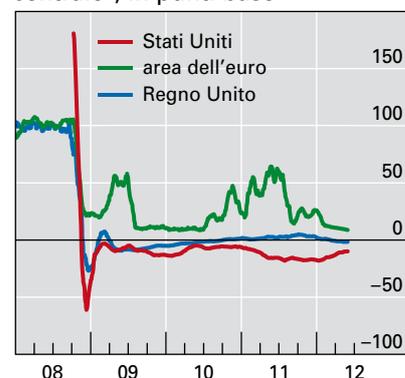
Riserve in eccesso<sup>1</sup>, in miliardi delle rispettive unità monetarie



Volumi nei mercati overnight<sup>1</sup>, in miliardi delle rispettive unità monetarie



Spread tasso overnight/tasso di deposito presso la banca centrale<sup>2</sup>, in punti base



<sup>1</sup> Media mobile a 28 giorni. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, tasso di interesse sulle riserve in eccesso; per l'area dell'euro, tasso sulle operazioni di deposito presso la banca centrale attivabili su iniziativa delle controparti; per il Regno Unito, tasso sui depositi fino al 4 marzo 2009, successivamente Bank rate.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Grafico IV.B

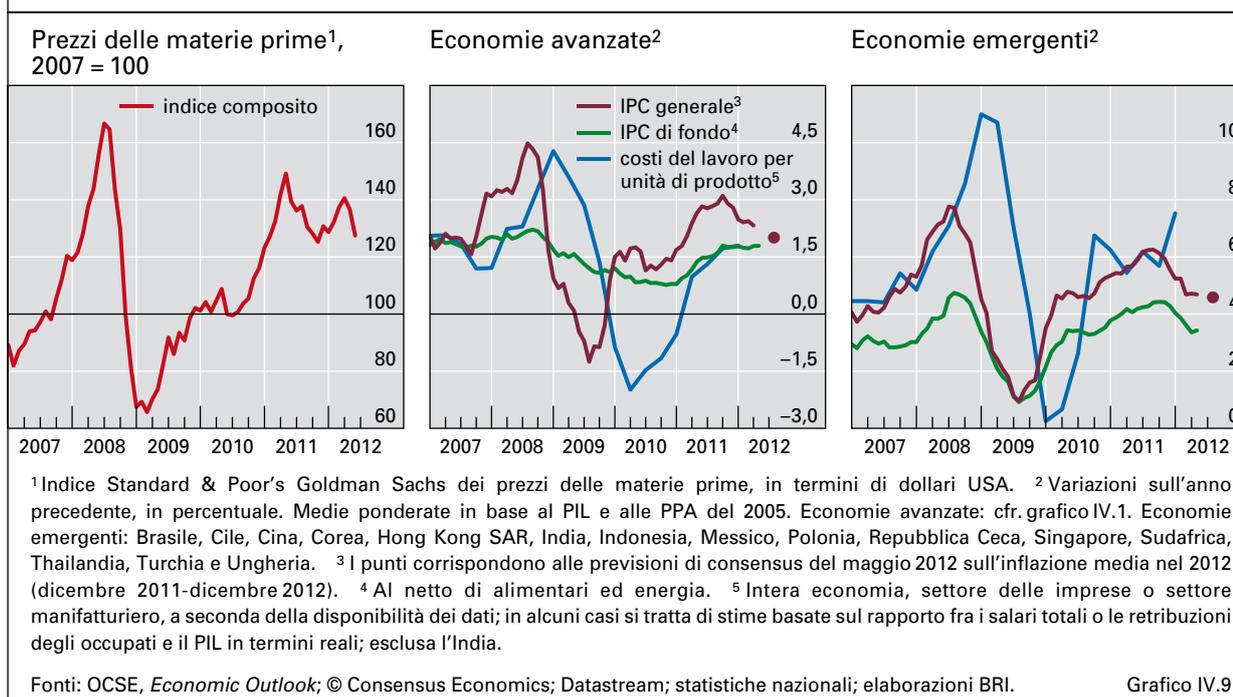
### Ripercussioni internazionali della politica monetaria

Se da un lato un allentamento monetario prolungato presenta probabilmente un'efficacia solo limitata per far ripartire una crescita sostenuta nelle economie avanzate, dall'altro potrebbe provocare ricadute rilevanti a livello internazionale. Il perdurare di ampi differenziali di tasso di interesse (grafico IV.1) alimenta i flussi di capitali e di credito verso le economie emergenti in rapida crescita ed esercita pressioni al rialzo sui loro tassi di cambio. Ciò rende più difficile per le banche centrali di tali paesi perseguire gli obiettivi di stabilizzazione interna. A fronte di condizioni macroeconomiche e finanziarie molto positive, i tassi di interesse sono stati innalzati solo timidamente, per il timore di ampliare i differenziali di interesse e incoraggiare ulteriormente l'afflusso di capitali. Di conseguenza, la politica monetaria nei paesi emergenti potrebbe essere sistematicamente troppo accomodante, come segnala il forte divario tra i tassi ufficiali e i tassi di riferimento ottenuti dalla regola di Taylor, evidenziato nel grafico IV.6.

La prevalenza di politiche monetarie accomodanti a livello mondiale sta alimentando ormai da qualche tempo un boom del credito e dei prezzi delle attività in alcune economie emergenti (Capitolo III). Ciò crea il rischio che si formino squilibri finanziari simili a quelli osservati nelle economie avanzate negli anni immediatamente precedenti la crisi. La rimozione di tali squilibri avrebbe notevoli ripercussioni negative anche a livello internazionale, dato il peso crescente dei paesi emergenti nell'economia mondiale e nei portafogli di investimento.

La politica monetaria accomodante a livello globale ha contribuito probabilmente anche al rincaro delle materie prime a partire dal 2009 (grafico IV.9, diagramma di sinistra). I prezzi delle materie prime vengono fissati su mercati ad asta internazionali e sono molto reattivi alle condizioni della domanda globale, a loro volta influenzate dall'orientamento della politica monetaria

## Prezzi delle materie prime, prezzi al consumo e costi del lavoro per unità di prodotto

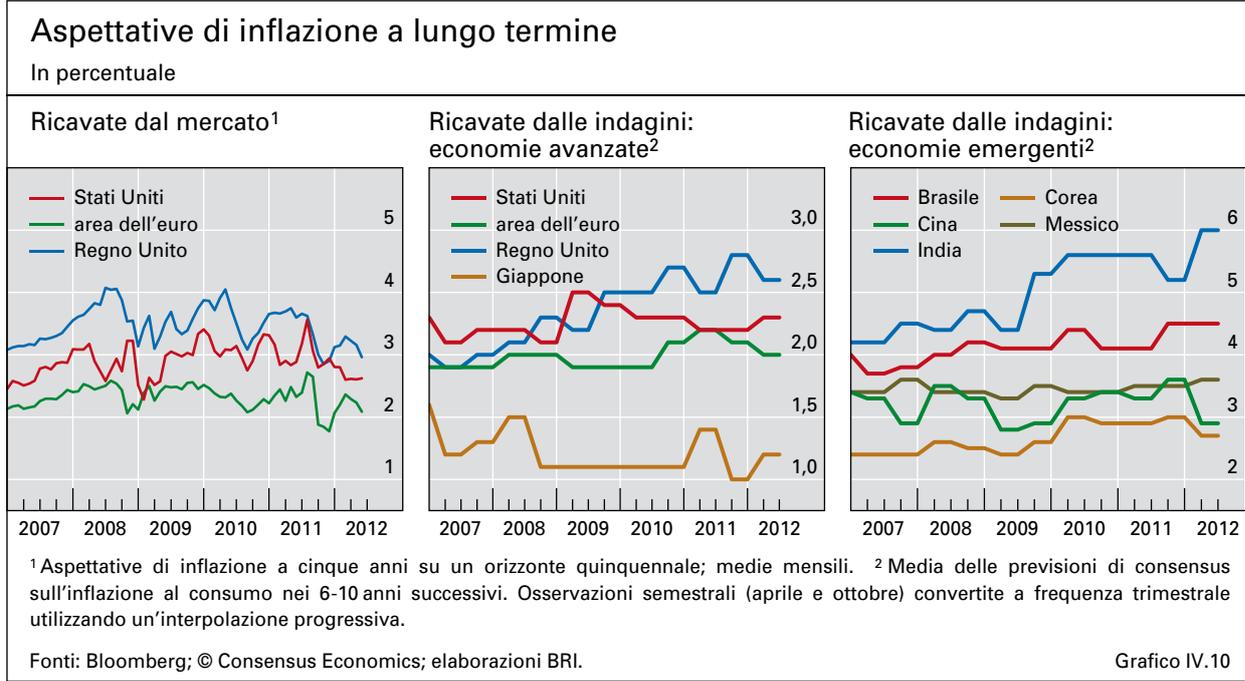


prevalente a livello mondiale. Il ruolo crescente degli investitori finanziari sui mercati delle materie prime potrebbe avere ulteriormente acuito la sensibilità dei prezzi alle condizioni monetarie<sup>7</sup>.

L'effetto del rincaro delle materie prime si è avvertito soprattutto nelle economie emergenti. I due episodi di rialzo dell'inflazione registrati in questi paesi dal 2006 si sono associati a un aumento dei prezzi delle materie prime (grafico IV.9, diagramma di destra). Specularmente, i tassi di inflazione sono scesi a partire dal secondo semestre dell'anno scorso grazie al calo delle quotazioni delle materie prime. All'inizio del 2012 i tassi di inflazione in gran parte dei paesi emergenti si collocavano all'interno delle fasce obiettivo delle banche centrali e, secondo le previsioni di mercato, erano destinati a ridursi leggermente nel corso del resto dell'anno (grafico IV.9, diagramma di destra, punto). Tuttavia, permane il rischio di possibili effetti inflazionistici di secondo impatto, considerato l'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto nel quarto trimestre 2011 (grafico IV.9, diagramma di destra, linea blu). Tenuto conto della crescente importanza delle economie emergenti nella catena dell'offerta globale, questi andamenti potrebbero avere anche conseguenze sull'inflazione nei paesi avanzati. Ciò detto, all'inizio del 2012 gli incrementi dei prezzi e dei salari registrati in questi ultimi paesi erano moderati e le previsioni indicavano un ulteriore calo dell'inflazione generale nel corso dell'anno (grafico IV.9, diagramma centrale).

La crescente rilevanza delle ripercussioni della politica monetaria sottolinea l'esigenza che le banche centrali tengano in maggiore considerazione le

<sup>7</sup> Per un'analisi più dettagliata della finanziarizzazione delle materie prime e delle sue conseguenze cfr. BRI, *81ª Relazione annuale*, giugno 2011, riquadro IV.B.



ricadute a livello internazionale dei propri interventi. In un mondo fortemente globalizzato, l'adozione di una prospettiva maggiormente globale nella conduzione della politica monetaria è altresì necessaria per garantire durevolmente la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria<sup>8</sup>.

*Rischi per le banche centrali nel più lungo periodo*

Al momento le aspettative di inflazione di lungo periodo non segnalano la percezione di un incremento dei rischi per la stabilità dei prezzi nei principali paesi avanzati ed emergenti. Gli indicatori dell'inflazione attesa a lungo termine basati su dati di mercato e quelli ricavati dalle indagini (grafico IV.10) sono rimasti complessivamente stabili e vicini agli obiettivi delle banche centrali.

La stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine indica che la credibilità delle banche centrali rimane elevata. Ciò potrebbe far ritenere che le banche centrali dispongano ancora di un certo margine per fornire nuovo stimolo monetario. La credibilità delle banche centrali, tuttavia, non dovrebbe essere data per scontata. Nei principali paesi avanzati, qualora l'economia rimanesse debole e non si trovasse una soluzione ai problemi strutturali e di solvibilità, le pressioni per indurre le banche centrali a fare di più potrebbero crescere. È possibile dunque che si crei un circolo vizioso, con un crescente divario tra ciò che ci si attende dalle banche centrali e ciò che esse sono effettivamente in grado di realizzare. Questo renderebbe più complicato il rientro definitivo dall'allentamento monetario e in ultima istanza rischierebbe di compromettere la credibilità delle banche centrali. Analogamente, nei paesi emergenti il continuo ricorso a strategie di crescita basate sulle esportazioni potrebbe sollevare dubbi circa la determinazione delle banche centrali nel

<sup>8</sup> Cfr. C. Borio, "Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?", *BIS Working Papers*, n. 353, settembre 2011.

perseguire la stabilità dei prezzi e abbandonare i massicci interventi sui mercati valutari. Nel lungo periodo tali dubbi potrebbero gradualmente disancorare le aspettative di inflazione a livello globale.

Questa fonte di preoccupazione è accentuata dai crescenti rischi di economia politica. Le operazioni di bilancio delle banche centrali hanno offuscato il confine tra politica monetaria e politica di bilancio. I loro effetti possono essere adeguatamente valutati soltanto nel quadro del bilancio consolidato del settore pubblico. Gran parte di queste politiche potrebbero inoltre essere replicate dai governi. Il significato stesso dell'indipendenza strumentale diventa quindi poco chiaro quando le banche centrali intraprendono operazioni di bilancio su vasta scala. Di conseguenza, il ricorso prolungato a misure di questo tipo fa nascere il timore di possibili restrizioni all'autonomia operativa delle banche centrali, soprattutto considerando che il debito pubblico ha imboccato un percorso insostenibile in numerosi paesi (Capitolo V).

I crescenti rischi che comportano i bilanci sovradilatati delle banche centrali potrebbero infine mettere a repentaglio l'indipendenza finanziaria di queste istituzioni. Le perdite economiche non intralciano di per sé la capacità operativa delle banche centrali, ma ne possono compromettere l'autonomia operativa qualora la banca centrale non fosse più in grado di perseguire i propri obiettivi senza ricorrere alle risorse dei governi<sup>9</sup>.

Di fronte a questi rischi crescenti per le banche centrali in una prospettiva di più lungo periodo, l'attuale stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine non deve essere motivo di compiacimento. Qualora la credibilità delle banche centrali venisse erosa e le aspettative di inflazione aumentassero, sarebbe molto difficile e costoso ripristinare la stabilità dei prezzi, come insegna l'esperienza degli anni settanta.

## Sintesi

L'orientamento della politica monetaria a livello globale è eccezionalmente accomodante. I tassi ufficiali si collocano nettamente al disotto dei tradizionali parametri di riferimento. Nel contempo, i bilanci delle banche centrali hanno raggiunto dimensioni senza precedenti e continuano a espandersi.

In un contesto di bassa crescita e di disoccupazione elevata in numerose economie avanzate, un allentamento monetario prolungato appare naturale e convincente. Vi è tuttavia il rischio crescente di sovraccaricare di compiti la politica monetaria. Da sola, una politica monetaria espansiva non è in grado di risolvere i problemi fondamentali della solvibilità o squilibri strutturali ancora più profondi. Può permettere di guadagnare tempo, ma così facendo sminuisce l'urgenza di intervenire per favorire un ritorno a una ripresa economica in grado di autosostenersi. Le banche centrali devono riconoscere e saper comunicare i limiti della politica monetaria, sottolineando che essa non si può sostituire alle misure atte ad affrontare le cause di fondo della fragilità finanziaria e della debolezza dell'economia.

La crescita economica modesta e i tassi di interesse eccezionalmente bassi nelle principali economie avanzate, da un lato, e gli sforzi per gestirne le

<sup>9</sup> Cfr. P. Stella, "Minimising monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 330, novembre 2010.

conseguenze nelle economie emergenti, dall'altro, hanno contribuito a una diffusione globale dell'allentamento monetario. I rischi che ne conseguono di accumulo di squilibri finanziari e di pressioni inflazionistiche nei paesi emergenti potrebbero avere notevoli ripercussioni negative sull'economia globale. Ciò sottolinea la necessità che le banche centrali tengano in maggiore considerazione le ricadute a livello internazionale delle rispettive politiche monetarie nazionali, al fine di garantire nel tempo la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria.

Infine, le banche centrali devono prestare attenzione ai rischi di più lungo periodo per la loro credibilità e la loro indipendenza operativa. Il mancato riconoscimento dei limiti della politica monetaria rischia di creare un divario crescente tra ciò che ci si attende dalle banche centrali e ciò che esse sono effettivamente in grado di realizzare. Questo renderebbe più complicato il rientro definitivo dall'allentamento monetario e in ultima istanza potrebbe compromettere la credibilità delle banche centrali e la loro autonomia operativa. Tale timore si trova acuito dai rischi di economia politica creati dalla combinazione fra le operazioni di bilancio – che hanno offuscato il confine tra politica monetaria e politica fiscale – e il pericolo di posizioni di bilancio insostenibili.