

## IV. Ancora un anno di politica monetaria accomodante

La politica monetaria ha continuato a essere eccezionalmente accomodante durante l'anno trascorso. Molte autorità hanno optato per un allentamento o un rinvio dell'inasprimento. I bilanci delle banche centrali sono rimasti a livelli senza precedenti, espandendosi ulteriormente in diversi paesi dove ai tassi ufficiali estremamente bassi sono stati affiancati acquisti su larga scala di attività finanziarie nazionali ed estere.

Le politiche monetarie delle principali economie avanzate hanno seguito andamenti divergenti con il rafforzamento dell'economia statunitense nei confronti di quelle dell'area dell'euro e del Giappone. Tuttavia, il calo marcato dei corsi petroliferi e di altre materie prime e la protratta debolezza delle dinamiche salariali hanno fatto salire il livello di attenzione sulla persistenza dell'inflazione al di sotto degli obiettivi e talora persino sui pericoli di deflazione.

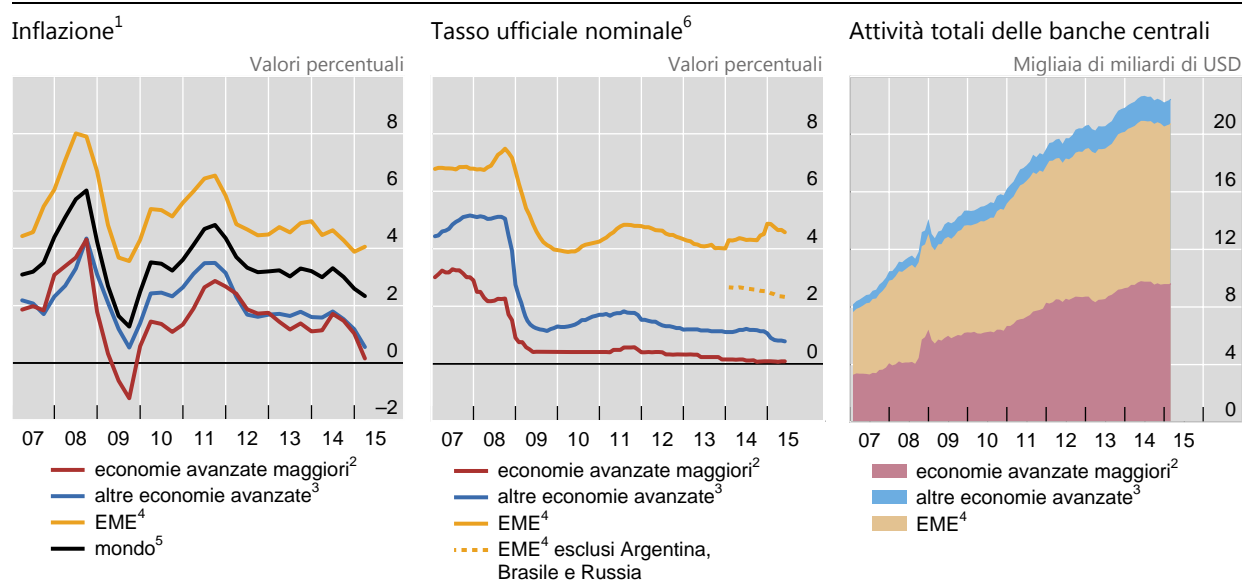
Le diverse fasi del ciclo economico nelle principali economie avanzate e le connesse variazioni dei tassi di cambio hanno reso più complesse le scelte di politica monetaria sia nelle altre economie avanzate sia nelle economie emergenti. Gli esiti per l'inflazione sono stati assai diversi: molte banche centrali si sono trovate alle prese con un'inflazione bassa, altre hanno dovuto confrontarsi con il problema opposto. Lo scostamento dell'inflazione dai livelli attesi e gli interrogativi sulle possibili cause di variazione dei prezzi hanno evidenziato le incertezze riguardo al processo inflativo. In alcune economie il marcato apprezzamento della valuta nazionale nei confronti dell'euro e dello yen ha rafforzato le crescenti pressioni disinflazionistiche. La riduzione dei tassi di riferimento, portati in alcuni casi in territorio negativo, ha ulteriormente accresciuto le vulnerabilità finanziarie. Il limite inferiore dei tassi ufficiali e le considerazioni di stabilità finanziaria hanno ridotto lo spazio a disposizione per nuovi allentamenti.

Questo ennesimo anno di eccezionale accomodamento monetario porta a chiedersi se gli attuali quadri di riferimento della politica monetaria siano adeguati allo scopo. I livelli di debito storicamente elevati e i segnali di squilibri finanziari sono sintomatici di una crescente tensione fra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria. Nell'attuale contesto di divergenza fra le politiche monetarie, non andrebbe sottovalutato il rischio di allentamenti competitivi (cfr. anche il Capitolo V).

Dopo una rassegna degli andamenti della politica monetaria nell'anno trascorso, questo capitolo propone una valutazione degli aspetti noti e ignoti del processo inflativo ed esamina fino a che punto sia possibile adeguare gli attuali quadri di riferimento della politica monetaria per tenere conto in maniera più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria.

### Andamenti recenti della politica monetaria

La politica monetaria è rimasta straordinariamente accomodante nella maggior parte delle economie nel periodo in rassegna. Il calo marcato dei corsi del petrolio, unitamente a quello più contenuto dei prezzi di altre materie prime, ha spinto verso



<sup>1</sup> Inflazione dei prezzi al consumo. Aggregati basati su PIL e PPA mobili; sull'anno precedente. <sup>2</sup> Area dell'euro, Giappone e Stati Uniti. <sup>3</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>5</sup> Paesi elencati nelle note 2, 3 e 4. <sup>6</sup> Tasso ufficiale o alternativa più prossima; medie semplici.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

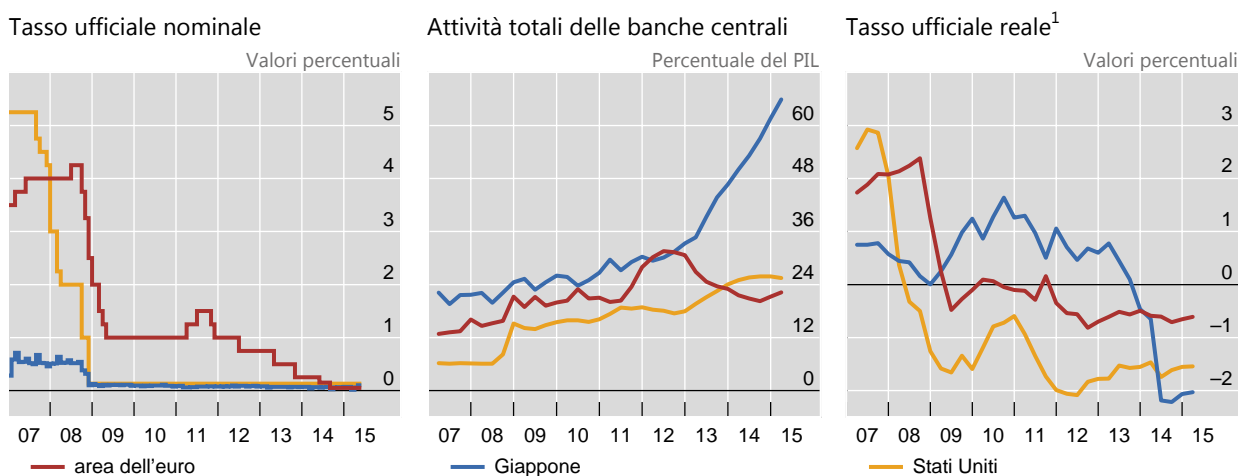
il basso l'inflazione (grafico IV.1, diagramma di sinistra). L'inflazione più contenuta e il rallentamento dell'attività economica hanno indotto la maggior parte delle banche centrali a tagliare i tassi ufficiali (grafico IV.1, diagramma centrale). Nel complesso, i bilanci delle banche centrali hanno continuato a espandersi in termini di moneta nazionale e si sono approssimati ai massimi storici anche in termini di dollari USA, nonostante l'apprezzamento di tale valuta (grafico IV.1, diagramma di destra). Un ridotto numero di economie emergenti ha innalzato i tassi, in alcuni casi con l'intento di contrastare le vigorose pressioni al deprezzamento delle rispettive valute.

La divergenza delle traiettorie della politica monetaria nelle principali economie avanzate è stata un tratto distintivo dell'anno trascorso. La Federal Reserve ha mantenuto i tassi di riferimento invariati allo 0-0,25% (grafico IV.2, diagramma di sinistra) e in ottobre ha messo fine al programma biennale di acquisto di attività finanziarie (grafico IV.2, diagramma centrale). La decisione di terminare il programma dopo aver acquistato circa \$1 600 miliardi di titoli del Tesoro e di asset-backed securities (ABS) rifletteva il miglioramento delle prospettive per il mercato del lavoro e per l'economia più in generale. La Federal Reserve ha altresì indicato che avrebbe probabilmente iniziato a innalzare il tasso ufficiale prima della fine del 2015.

Per contro, la BCE ha ulteriormente rilassato la politica monetaria per contenere i timori sui rischi di una prolungata bassa inflazione, incluso quello di una deriva verso il basso delle aspettative inflazionistiche a più lungo termine. Nel settembre 2014 la BCE ha nuovamente abbassato (al -0,2%) il tasso sui depositi presso la banca centrale, già negativo. Agli inizi del 2015 ha altresì lanciato un programma di acquisto su vasta scala di attività finanziarie. Il programma, finalizzato all'acquisto di

## Nelle maggiori economie avanzate i tassi ufficiali sono bassi e le attività delle banche centrali elevate

Grafico IV.2



<sup>1</sup> Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

titoli del settore pubblico e privato per una media mensile di €60 miliardi, dovrebbe durare secondo le intenzioni almeno sino a fine settembre 2016, e in ogni caso fino a quando l'inflazione non risulti in linea con l'obiettivo della BCE di una variazione dei prezzi inferiore ma prossima al 2% nel medio termine.

Anche la Bank of Japan ha esteso significativamente il programma di acquisto di attività finanziarie, essendosi complicata la prospettiva di un raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%. In particolare, ha innalzato di ¥10 000-20 000 miliardi l'obiettivo annuo di espansione della base monetaria nell'ambito del programma di allentamento quantitativo e qualitativo, portandolo a ¥80 000 miliardi. Ha inoltre diretto gli acquisti su scadenze più lunghe al fine di comprimere i rendimenti obbligazionari. Di conseguenza, il suo bilancio è cresciuto a circa il 65% del PIL agli inizi del 2015, dal 35% all'avvio del programma nell'aprile 2013.

L'entità straordinaria dell'accomodamento monetario nelle principali economie avanzate è evidenziato dai valori bassissimi dei tassi di interesse corretti per l'inflazione sugli orizzonti sia di breve sia di lungo periodo. I tassi ufficiali reali calcolati utilizzando l'inflazione di fondo (inflazione al consumo complessiva al netto dei prezzi di alimentari ed energia) sono rimasti ben al di sotto dello zero (grafico IV.2, diagramma di destra). Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono risultati inferiori all'inflazione in molte economie. Le curve a termine dei tassi ufficiali indicavano che, nelle attese dei mercati, tale situazione estremamente insolita sarebbe proseguita ancora per qualche tempo.

Le altre banche centrali hanno dovuto tener conto nell'assunzione delle proprie decisioni di politica monetaria delle politiche monetarie molto accomodanti, ancorché sempre più divergenti, delle principali economie avanzate. La crescente divergenza evocava lo spettro di brusche variazioni dei tassi di cambio. Al contempo, il calo dei prezzi delle materie prime abbassava le pressioni inflative a livello mondiale. In questo scenario la maggior parte delle banche centrali ha rilassato il proprio orientamento (grafico IV.3, diagramma di sinistra). Di conseguenza, i tassi ufficiali hanno continuato a collocarsi ben al di sotto dei valori

storici, risultando persino negativi in diverse economie (grafico IV.3, diagramma di destra).

Le ragioni alla base delle decisioni di politica monetaria sono state diverse. Molte banche centrali hanno proceduto a un accomodamento aggressivo a fronte dei timori di bassa inflazione o di deflazione, nonché degli andamenti dei tassi di cambio. In particolare, le banche centrali di Danimarca, Svezia e Svizzera hanno abbassato i tassi di riferimento ben al disotto dello zero. Il tasso negativo in Danimarca ha contribuito ad attenuare le pressioni sull'ancoraggio della corona danese all'euro. La Banca nazionale svizzera ha abbandonato il tasso di cambio minimo nei confronti dell'euro quando il suo bilancio si è approssimato al 90% del PIL nazionale; il tasso ufficiale negativo è stato utile a contenere l'effetto delle pressioni al rialzo sulla valuta.

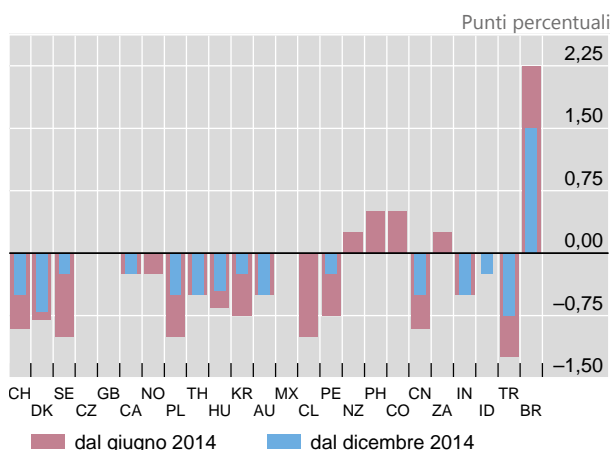
Con tassi ufficiali e di inflazione prossimi allo zero, la banca centrale della Repubblica Ceca ha ribadito l'impegno a un orientamento accomodante e al mantenimento del limite inferiore del tasso di cambio fino alla seconda metà del 2016. La comparsa della deflazione ha indotto le banche centrali di Polonia e Ungheria a un allentamento della politica monetaria, pur in presenza di una forte crescita dell'attività economica in termini reali. La Bank of Thailand ha ridotto i tassi ufficiali quando l'inflazione è divenuta negativa e la Bank of Korea ha portato i tassi di riferimento ai minimi storici quando la crescita dei prezzi è scesa in prossimità dello zero.

Anche in diverse economie esportatrici di materie prime i tassi ufficiali sono stati ridotti. Le banche centrali di Australia, Canada e Norvegia hanno optato per un allentamento allorché l'inflazione è diminuita parallelamente ai prezzi delle materie prime, sebbene le dinamiche di fondo dei prezzi rimanessero prossime all'obiettivo. Esse hanno dovuto fare i conti anche con la prospettiva di un indebolimento

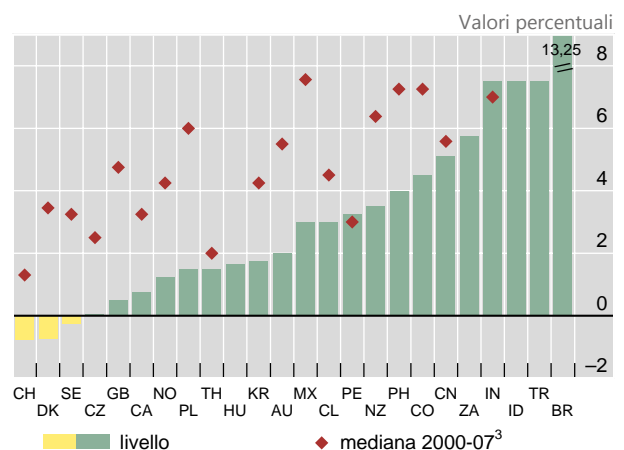
La maggior parte dei tassi ufficiali sono stati ridotti da livelli già bassi<sup>1</sup>

Grafico IV.3

Variazione del tasso ufficiale<sup>2</sup>



La maggior parte dei tassi ufficiali sono assai inferiori ai valori storici



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Tasso ufficiale nominale o alternativa più prossima a fine maggio 2015. <sup>2</sup> Variazione nel tasso ufficiale dalla data indicata a fine maggio 2015. <sup>3</sup> Valori mediani non riportati: per Brasile e Turchia, 17,5; per Sudafrica e Ungheria, 9,5; per l'Indonesia, 11,4.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dell'attività economica dovuto agli effetti avversi sui settori produttori di materie prime, controbilanciati solo in parte dal deprezzamento valutario. A metà 2014 le banche centrali di Nuova Zelanda e Sudafrica hanno messo in atto un inasprimento in risposta alle prospettive di aumento dell'inflazione; successivamente hanno lasciato invariati i tassi sia per il venir meno delle pressioni sui prezzi sia, in Nuova Zelanda, per le preoccupazioni sulle conseguenze del rafforzamento del tasso di cambio.

Le economie esportatrici di materie prime dell'America latina, invece, hanno dovuto fronteggiare pressioni inflazionistiche (grafico IV.4, diagramma di sinistra). In gran parte della regione l'inflazione nel 2014 è risultata superiore agli obiettivi e secondo le previsioni era destinata a rimanere elevata. Ciò nonostante le banche centrali di Cile e Perù hanno abbassato i tassi nella seconda metà del 2014, ravvisando nella caduta dei prezzi dei metalli e del petrolio un segnale anticipatore di un'attenuazione delle pressioni sui prezzi e di un rallentamento della crescita. In Messico, dove l'inflazione si collocava al centro della fascia obiettivo, i tassi sono rimasti invariati. La banca centrale della Colombia ha aumentato i tassi per contrastare l'elevata inflazione. In Brasile l'accelerazione dell'indice dei prezzi e i timori per la stabilità dei flussi di capitali hanno indotto la banca centrale ad adottare misure fortemente restrittive, nonostante la debolezza del prodotto.

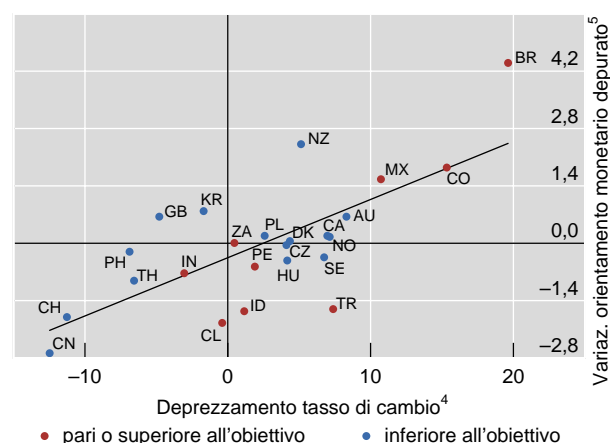
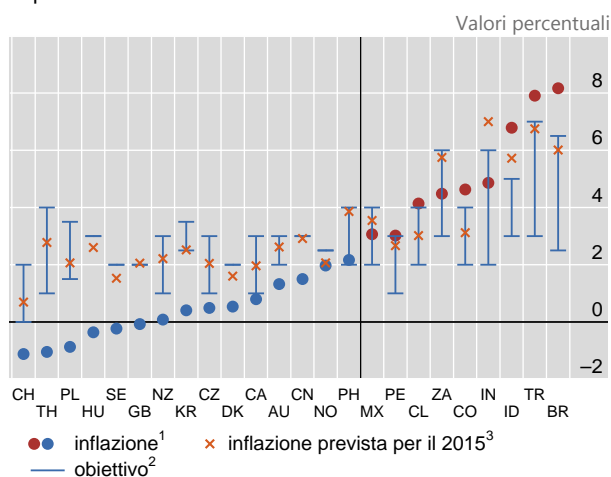
In Cina e in India le banche centrali hanno allentato la politica monetaria, ma i tassi sono rimasti in linea con le regolarità storiche. La banca centrale della Cina ha tagliato i tassi di interesse e abbassato i coefficienti di riserva obbligatoria per contrastare il rallentamento dell'attività economica. La crescita degli aggregati

## L'orientamento delle politiche monetarie è influenzato dall'andamento dell'inflazione e dei tassi di cambio

Grafico IV.4

Per molti l'inflazione è inferiore all'obiettivo, per altri superiore

I tassi di cambio e le modifiche di politica monetaria sono correlati



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Inflazione dei prezzi al consumo all'aprile 2015; sull'anno precedente. <sup>2</sup> All'aprile 2015; per la Danimarca, obiettivo di inflazione della BCE. <sup>3</sup> Previsioni per il 2015 formulate nel giugno 2014 da Consensus Economics. <sup>4</sup> Variazioni del tasso di cambio effettivo nominale dal giugno 2014 al maggio 2015. Un valore positivo (negativo) indica un deprezzamento (apprezzamento); in percentuale. <sup>5</sup> Variazioni del tasso di interesse ufficiale nominale fra il giugno 2014 e il maggio 2015 non spiegate da variazioni nella crescita del prodotto e nell'inflazione depurata degli effetti di trasmissione del tasso di cambio; in punti percentuali.

Fonti: Consensus Economics; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

monetari e creditizi si era lievemente ridotta, in parte per effetto della più rigida regolamentazione del sistema bancario ombra. La distensione monetaria in India è intervenuta sullo sfondo di una decelerazione dell'inflazione da valori prossimi alle due cifre, di una forte crescita economica e di un miglioramento dei conti pubblici. Le autorità indiane hanno inoltre annunciato un accordo su un nuovo quadro di riferimento per la politica monetaria, che prevede un valore obiettivo del 4% per l'inflazione dei prezzi al consumo a partire dagli inizi del 2016.

Nel complesso l'evoluzione delle politiche monetarie all'esterno delle maggiori economie avanzate sembra riconducibile principalmente agli andamenti dell'inflazione e dei tassi di cambio (grafico IV.4, diagramma di destra). Le economie dove l'inflazione è andata ben oltre i valori obiettivo hanno sperimentato pressioni svalutative sul cambio più forti, e adottato un orientamento monetario più restrittivo, di quanto giustificato dai soli andamenti nazionali di prezzi e prodotto. L'opposto si è verificato nelle economie interessate da pressioni al rialzo sul cambio.

Infine, i segnali di squilibri finanziari (Capitolo III) stanno alimentando timori per la stabilità finanziaria in molte di queste economie. Dall'insorgere della Grande Crisi Finanziaria la riduzione dell'indebitamento ha fatto progressi in alcune di esse, ma in altre i prezzi delle abitazioni e il debito rimangono elevati, e spesso sono ulteriormente cresciuti. Gli andamenti del credito e dei prezzi delle attività dopo la crisi hanno ricevuto ampio spazio nella comunicazione delle banche centrali: molte di esse hanno sottolineato il rischio che il basso livello dei tassi ufficiali potesse contribuire alla formazione di squilibri finanziari. Nell'insieme, tuttavia, la principale motivazione addotta per le decisioni di politica monetaria sono stati i fattori macroeconomici congiunturali, mentre gli sviluppi finanziari hanno avuto un ruolo molto meno preminente.

## Cosa determina l'inflazione?

In molte economie l'inflazione è ulteriormente scesa lo scorso anno da livelli già bassi. Le recenti variazioni dell'inflazione complessiva riflettono in gran parte oscillazioni transitorie dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari, nonché dei tassi di cambio, ossia fattori spesso considerati come determinanti di breve termine (o immediate) dell'inflazione. L'inflazione di fondo, che non include i prezzi di alimentari ed energia, si colloca da qualche tempo su livelli relativamente bassi, il che solleva importanti interrogativi sugli effetti delle altre determinanti dell'inflazione, ovvero quelle di medio termine (o cicliche) e di lungo termine (o secolari). Nonostante decenni di ricerca e di esperienza, gli effetti sull'inflazione delle determinanti cicliche e secolari restano molto meno chiari di quelli delle determinanti immediate.

### Determinanti immediate

In genere esiste una buona comprensione dell'effetto di breve termine che i prezzi delle materie prime e i tassi di cambio esercitano sull'inflazione. Alla componente energetica è attribuito un peso rilevante nell'indice dei prezzi al consumo (IPC) di numerosi paesi, pertanto le variazioni dei prezzi dell'energia producono un effetto significativo e immediato sull'inflazione complessiva. Tali prezzi possono variare notevolmente nell'arco di periodi anche brevi, come accaduto lo scorso anno. I prezzi degli alimentari sono generalmente meno volatili, ma possono comunque

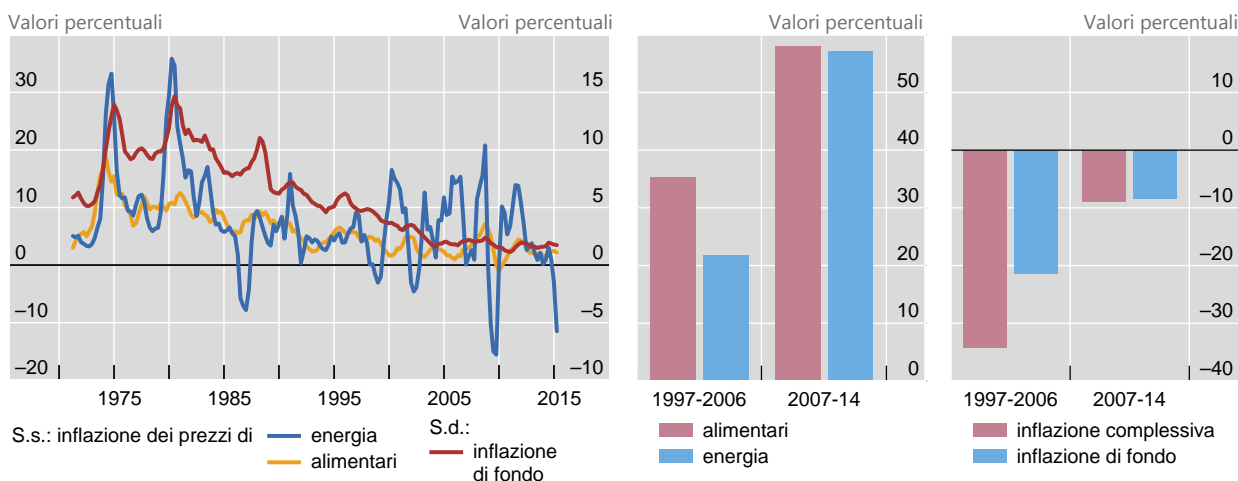
## Cambia la trasmissione dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio all'inflazione

Grafico IV.5

L'inflazione di fondo ha reagito meno ai prezzi delle materie prime<sup>1</sup>

La correlazione fra prezzi delle materie prime e inflazione è aumentata<sup>2</sup>

La correlazione fra tassi di cambio e inflazione è diminuita<sup>3</sup>



<sup>1</sup> L'inflazione di fondo corrisponde all'inflazione (complessiva) dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia; aggregati nazionali dell'OCSE. <sup>2</sup> Correlazione fra l'inflazione e il primo valore ritardato dell'inflazione dei prezzi delle materie prime espressi in valuta locale; in base alle variazioni sull'anno precedente. Medie semplici di: Arabia Saudita, area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Danimarca, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria; dati trimestrali. <sup>3</sup> Correlazione fra l'inflazione complessiva e il secondo valore ritardato della variazione del tasso di cambio effettivo nominale (definizione ampia BRI); variazioni sull'anno precedente. Medie semplici di tutte le economie elencate nella nota 2 eccetto, per l'inflazione di fondo, Arabia Saudita, Argentina, Cina, Hong Kong SAR, Malaysia, Russia e Sudafrica, esclusi a causa dell'incompletezza dei dati; dati trimestrali.

Fonti: OCSE, *Main Economic Indicators*; Bloomberg; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

avere un impatto significativo, soprattutto nelle economie emergenti dove gli alimentari rappresentano una quota più rilevante del paniere di beni e servizi inclusi nell'IPC.

L'intensità con la quale la variazione dei corsi delle materie prime si trasmette agli altri prezzi è andata diminuendo nel tempo. Negli anni settanta e ottanta, ad esempio, i rincari del petrolio inducevano un rialzo dei prezzi degli altri beni, tendendo a spingere verso l'alto l'inflazione di fondo e le aspettative di inflazione. Negli ultimi vent'anni circa, invece, questi cosiddetti effetti di "secondo impatto" sull'inflazione di fondo si sono notevolmente attenuati (grafico IV.5, diagramma di sinistra), sebbene sia aumentato l'effetto dei prezzi delle materie prime sull'inflazione complessiva.

Anche le variazioni dei tassi di cambio sono un'importante determinante immediata dell'inflazione complessiva e dell'inflazione di fondo. I beni di importazione, o quantomeno i beni soggetti a concorrenza internazionale, rappresentano una quota rilevante dei panieri degli IPC, e poiché il prezzo di molti di essi è stabilito nei mercati mondiali, le variazioni del tasso di cambio influenzano i costi interni.

Benché negli ultimi vent'anni circa la quota dei beni tradabile all'interno dell'IPC sia aumentata, la trasmissione delle variazioni del tasso di cambio all'inflazione complessiva e a quella di fondo si è ridotta (grafico IV.5, diagramma di destra). Vari sono i fattori che sembrano aver contribuito a tale calo. Uno è il migliore

ancoraggio delle aspettative di inflazione: con un'inflazione su livelli bassi e stabili, è meno probabile che imprese e famiglie si attendano che le banche centrali tollerino variazioni del tasso di cambio tali da produrre scostamenti duraturi dell'inflazione dall'obiettivo. Vi sono altresì indicazioni di altri fattori che avrebbero ridotto l'effetto di trasmissione dei tassi di cambio, come l'avvento di catene di approvvigionamento integrate che offrono alle società multinazionali maggiori possibilità di assorbire le variazioni dei cambi, un accesso più facile a strumenti di copertura più economici e una ricomposizione delle importazioni a favore di beni, come i manufatti, i cui prezzi evidenziano minori effetti di trasmissione.

## Determinanti cicliche

La relazione fra inflazione e ciclo economico, rilevata dalle misure di sottoutilizzo della capacità produttiva come il gap di disoccupazione, si basa su solide fondamenta teoriche. Tuttavia, la relazione empirica è generalmente molto più labile e si è evoluta di pari passo con i mutamenti dell'economia mondiale e del sistema finanziario. Ad esempio, l'andamento dell'inflazione nel periodo successivo alla crisi evidenzia il legame talora debole che lega l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva. Nel 2010-11 l'inflazione si è mostrata più elevata del previsto, considerati la gravità della crisi e l'eccesso di capacità produttiva determinato dalla recessione. In seguito, pur in presenza di un rafforzamento del mercato del lavoro e di una graduale ripresa dell'economia mondiale, l'inflazione di fondo in molte economie avanzate ed emergenti è risultata in calo o al di sotto degli obiettivi delle banche centrali.

La debolezza del legame empirico fra inflazione e ciclo economico ha diverse spiegazioni. Primo, la capacità inutilizzata può essere soggetta a errori di misurazione poiché non è osservabile e deve essere stimata. Ad esempio, nel mercato del lavoro il tasso di disoccupazione è osservabile, ma le variazioni cicliche o strutturali della partecipazione alle forze di lavoro possono alterare la quantità effettiva non osservata di lavoro sottoutilizzato. Secondo, l'impiego di ipotesi e metodologie diverse nella stima del sottoutilizzo di capacità produttiva nel mercato del lavoro o nell'intera economia può dare luogo a risultati assai diversi. Terzo, molte misure di capacità inutilizzata sono soggette a errori in tempo reale e pertanto un'immagine corretta del livello di sottoutilizzo in un determinato momento può essere ottenuta solo molto più tardi.

Allo stesso tempo crescenti evidenze – spesso sottostimate – indicano che rispetto al passato l'inflazione reagisce meno alle fluttuazioni del ciclo economico nazionale e più agli andamenti mondiali. Per esempio, l'output gap mondiale (grafico IV.6, diagramma di sinistra) sembra aver assunto maggiore rilevanza come determinante dell'inflazione. Di fatto, in base alle stime l'effetto della capacità inutilizzata a livello mondiale appare oggi maggiore di quello della capacità inutilizzata a livello nazionale (cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*)<sup>1</sup>. Analogamente, dopo la crisi la quota dell'inflazione nei vari paesi spiegata da un singolo fattore comune è aumentata, uno sviluppo apparentemente non anticipato dalle previsioni del settore privato (grafico IV.6, diagramma centrale). In altri termini, sembrano aver assunto maggiore rilevanza le determinanti globali dell'inflazione, delle quali tuttavia non esiste una comprensione adeguata.

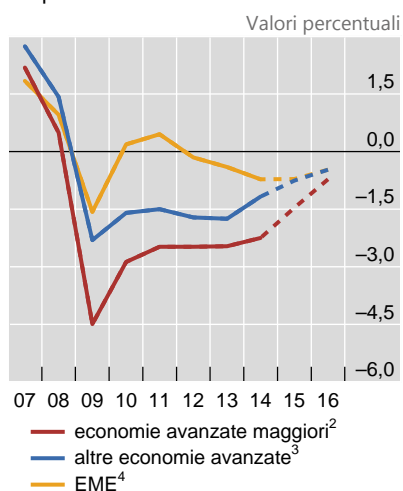
<sup>1</sup> Cfr. anche C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007.



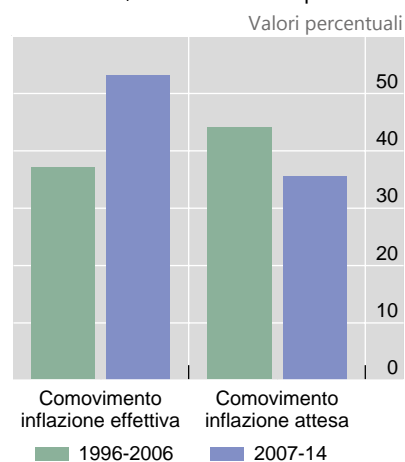
## Diminuisce l'importanza delle determinanti congiunturali interne dell'inflazione, aumenta quella delle determinanti internazionali

Grafico IV.6

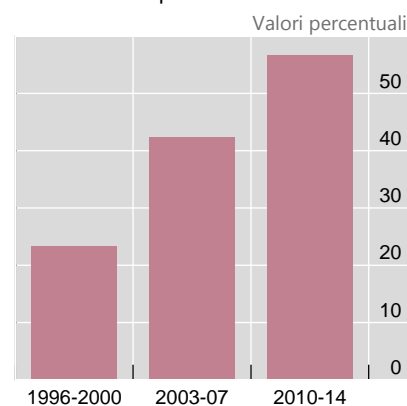
L'output gap mondiale è risultato ampio<sup>1</sup>



Il comovimento dell'inflazione è aumentato, ma non è stato previsto<sup>5</sup>



La correlazione della crescita dei salari nei vari paesi è aumentata<sup>6</sup>



<sup>1</sup> Aggregati basati su PIL e PPA mobili; la linea tratteggiata corrisponde alla previsione dell'FMI per il 2015 e il 2016; output gap in percentuale del prodotto potenziale. <sup>2</sup> Area dell'euro, Giappone e Stati Uniti. <sup>3</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>5</sup> Varianza dell'inflazione spiegata dalla prima componente principale; per le singole economie elencate nelle note 2, 3 e 4, più i seguenti paesi dell'area dell'euro: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. <sup>6</sup> Correlazione fra la crescita dei costi nominali del lavoro per unità di prodotto (sull'anno precedente) e la media dei paesi. Media semplice delle seguenti economie: area dell'euro, Australia, Canada, Corea, Danimarca, Giappone, Norvegia, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera e Ungheria.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

L'accresciuta reattività dell'inflazione alle condizioni economiche mondiali riflette diversi fattori, fra cui la maggiore integrazione dei mercati dei prodotti e dei fattori di produzione. Poiché tale maggiore integrazione è in grado di influenzare il potere di determinazione dei prezzi dei produttori nazionali e il potere contrattuale dei lavoratori, l'effetto delle condizioni mondiali sull'inflazione va ben oltre il loro impatto diretto attraverso i prezzi delle importazioni.

L'impatto delle tendenze comuni a livello mondiale è altresì visibile nel mercato del lavoro. La correlazione fra i costi del lavoro per unità di prodotto delle varie economie è divenuta maggiore anche al di fuori di periodi di recessione (grafico IV.6, diagramma di destra). Tale sviluppo concorda con le indicazioni di una minore sensibilità dell'inflazione alle variazioni della capacità inutilizzata a livello nazionale ovvero, in altri termini, con l'evidenza di un appiattimento delle curve di Phillips per la sola componente nazionale.

L'incertezza in merito al legame fra inflazione e capacità inutilizzata a livello nazionale implica maggiori rischi per la politica monetaria: le banche centrali potrebbero calibrare erroneamente le politiche qualora si affidassero eccessivamente alle correlazioni pregresse e sottostimassero il ruolo dei fattori internazionali.

## Determinanti secolari

Comprendere gli effetti delle determinanti secolari (o di lungo termine) delle dinamiche dei prezzi è fondamentale per valutare le tendenze dell'inflazione. Le principali determinanti secolari sono le aspettative di inflazione, le tendenze salariali, la globalizzazione e lo sviluppo tecnologico. In genere tali determinanti hanno esercitato un effetto al ribasso sulla dinamica dei prezzi, sebbene l'intensità del loro influsso sia oggetto di considerevole dibattito. Ciascuna di esse è stata influenzata da una serie di scelte di policy e da cambiamenti strutturali.

Le aspettative di inflazione si sono spinte verso il basso man mano che i regimi di politica monetaria si sono orientati sul controllo dell'inflazione. Di fatto le aspettative di inflazione a lungo termine sono oggi strettamente allineate con gli obiettivi espliciti delle banche centrali (grafico IV.7, diagramma di sinistra). Il conseguimento di aspettative di inflazione contenute e ben ancorate è stato considerato come un risultato fondamentale, in particolare perché tali aspettative influenzano nel più lungo periodo le decisioni di prezzo e la definizione dei contratti.

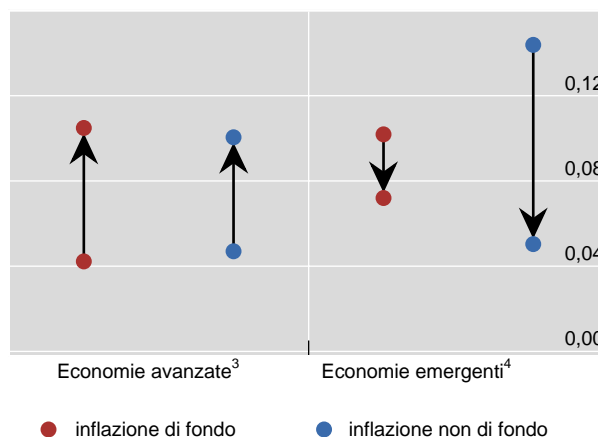
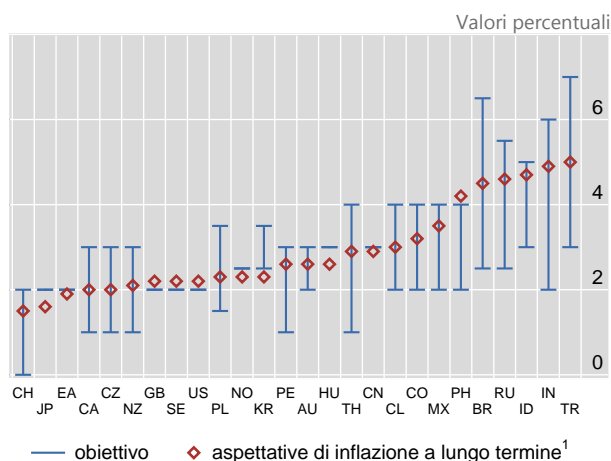
Nondimeno, la comprensione delle determinanti delle aspettative di inflazione è ancora incompleta e continua a evolversi. Attualmente, ad esempio, si teme che l'ancoraggio delle attese di inflazione sia divenuto meno saldo, soprattutto nelle economie dove i tassi ufficiali sono prossimi al limite inferiore, la crescita è lenta e i tassi di inflazione si collocano persistentemente al disotto dell'obiettivo. Nelle economie avanzate le aspettative di inflazione sembrerebbero essere oggi più

### Le aspettative di inflazione a lungo termine restano ben ancorate

Grafico IV.7

Le aspettative di inflazione sono ancora in linea con l'obiettivo...

... ma la loro sensibilità all'inflazione si sta modificando<sup>2</sup>



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; EA = area dell'euro; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> Previsione formulata nell'aprile 2015 da Consensus Economics per le aspettative di inflazione da sei a 10 anni. <sup>2</sup> Coefficienti stimati da una regressione delle aspettative di inflazione da sei a 10 anni sull'inflazione dei prezzi al consumo sull'anno precedente al netto di alimentari ed energia (inflazione di fondo) e sull'inflazione non di fondo. Le frecce indicano la variazione dei coefficienti dal periodo campione 2000-07 al periodo campione 2010-14; la variazione è statisticamente significativa (al livello dell'1% per l'inflazione di fondo nelle economie avanzate e (al livello del 5%) per l'inflazione non di fondo nelle economie emergenti <sup>3</sup> Area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, India, Indonesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica e Turchia.

Fonti: Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

sensibili all'inflazione a breve termine (grafico IV.7, diagramma di destra). Tale andamento concorderebbe con i risultati della ricerca, secondo i quali le aspettative di inflazione, seppur influenzate dagli obiettivi delle banche centrali, risentono in generale anche dell'inflazione passata. In ogni caso, storicamente questo elemento retrospettivo delle aspettative di inflazione a lungo termine tende a rispondere piuttosto lentamente alle variazioni dell'inflazione.

Anche la misurazione delle aspettative di inflazione è soggetta a elevata incertezza. È tuttora una questione aperta se le misure basate sui mercati finanziari riflettano accuratamente le variazioni dell'inflazione attesa, oppure siano distorte da fattori spuri specifici ai mercati (Capitolo II). Inoltre, è probabile che l'inflazione attesa dalle imprese e dai lavoratori sia più rilevante ai fini della determinazione dei prezzi rispetto a quella dei previsori professionisti. Purtroppo le misure relative a imprese e lavoratori non sono sempre disponibili e, quando lo sono, presentano una qualità spesso discutibile e una volatilità significativa.

Negli ultimi decenni sono inoltre mutate le tendenze salariali. L'indicizzazione dei salari all'inflazione, ad esempio, è molto meno diffusa rispetto agli anni settanta, e ciò spiega in parte la minore persistenza dell'inflazione. Le dinamiche salariali sono inoltre cambiate a seguito dell'accresciuta concorrenza nei mercati del lavoro delle economie avanzate. La concorrenza è inizialmente aumentata con la maggiore integrazione nel sistema dell'interscambio mondiale delle economie emergenti a basso costo (incluse quelle prima controllate dallo Stato). Essa si è poi diffusa e intensificata man mano che si è rafforzata l'integrazione mondiale e si è ampliata la gamma di beni e servizi scambiabili a livello internazionale, in parte grazie alle nuove tecnologie (ad esempio mediante l'esternalizzazione). Ciò spiega in parte perché, in diverse economie avanzate, la quota del reddito nazionale imputabile al lavoro si sia costantemente ridotta negli ultimi 25 anni. Più in generale, hanno avuto un ruolo analogo i progressi tecnologici che hanno permesso la sostituzione diretta del lavoro con il capitale. Si pensi ad esempio ai computer, al software e alla robotica, che hanno reso possibile l'automatizzazione di processi manuali.

La comparsa di concorrenti a più basso costo ha notevolmente accresciuto la contendibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Di conseguenza, si sono ridotti il potere di determinazione del prezzo dei produttori a costi più elevati e il potere contrattuale della forza lavoro – due fattori disinflazionistici i cui effetti vanno ben oltre quelli impliciti nell'aumento del commercio e dell'integrazione mondiali. Pertanto, la globalizzazione e l'innovazione tecnologica hanno insieme contribuito ad alimentare pressioni disinflazionistiche persistenti, ma di difficile misurazione.

In sintesi, le diverse determinanti dell'inflazione hanno plasmato il processo inflativo secondo modalità talvolta difficili da comprendere compiutamente. L'accresciuta incertezza ha naturalmente influito sulle previsioni di inflazione<sup>2</sup>. Sebbene vi sia un'adeguata comprensione del peso delle determinanti immediate dell'inflazione, queste ultime possono variare in maniera imprevedibile. Quanto ai fattori ciclici e secolari, sussiste notevole incertezza in merito al loro impatto, e ciò nonostante che la rilevanza dei fattori internazionali stia aumentando rispetto a quella dei fattori nazionali. Questi elementi di incertezza complicano inevitabilmente le decisioni di politica monetaria, soprattutto all'interno di quadri di riferimento

<sup>2</sup> Molte banche centrali inseriscono le proprie previsioni di inflazione all'interno di intervalli, spesso determinati in base agli errori previsivi pregressi. Tali intervalli in generale implicano una probabilità del 75% che l'inflazione si collocherà all'interno di un intervallo di 2 punti percentuali sull'orizzonte di un anno. Per orizzonti più lunghi l'incertezza tende a essere anche maggiore.

rigidamente improntati al conseguimento di obiettivi di inflazione su orizzonti temporali brevi.

## Integrare le considerazioni di stabilità finanziaria nei quadri di riferimento della politica monetaria

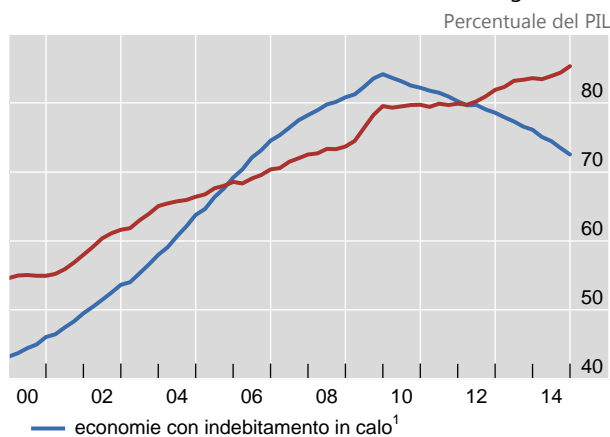
Il perdurare di politiche monetarie eccezionalmente accomodanti a circa otto anni dall'insorgere della crisi finanziaria mette in discussione la loro efficacia e, in ultima analisi, l'adeguatezza degli attuali quadri di riferimento della politica monetaria. La stabilità dei prezzi rimane naturalmente la chiave di volta della politica monetaria, ma la natura dei rischi per la stabilità dei prezzi si è progressivamente modificata. I timori di inflazione elevata sono stati soppiantati di recente da quelli di bassa inflazione, se non addirittura di deflazione, anche a fronte di livelli alti e crescenti di debito e dell'esuberanza dei prezzi delle attività. In queste circostanze, è fondamentale risolvere la tensione fra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria per evitare che si ripetano i problemi manifestatisi prima della crisi. In altri termini, la questione è se le banche centrali possano preservare la stabilità dei prezzi e al tempo stesso tener conto in maniera più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria.

La crisi finanziaria ha insegnato che ignorare il ciclo finanziario può essere assai oneroso. Nel periodo precedente la crisi il credito e i prezzi delle attività si sono impennati nonostante l'inflazione rimanesse bassa e stabile. Da allora, andamenti analoghi si sono ripresentati in alcune economie (grafico IV.8 e Capitolo III). L'esperienza pre-crisi dimostra che possono accumularsi elementi di vulnerabilità finanziaria anche quando l'inflazione è quiescente. Una bassa inflazione può dare un falso segnale di stabilità economica complessiva.

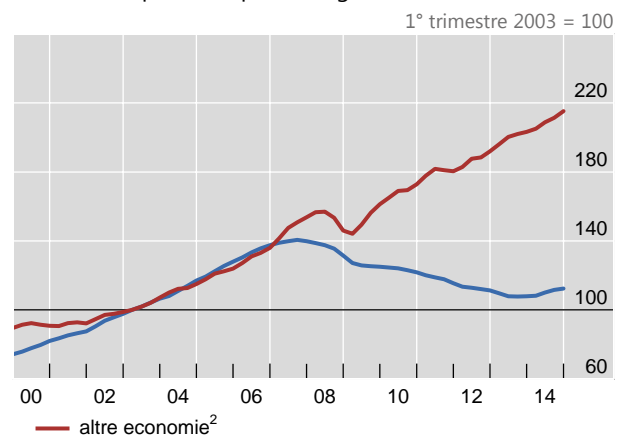
### Il debito delle famiglie e i prezzi delle abitazioni continuano a evidenziare tendenze preoccupanti

Grafico IV.8

Nelle economie dove cresce il debito delle famiglie...



... si sono impennati i prezzi degli immobili residenziali



<sup>1</sup> Media semplice delle economie dove si è osservata una riduzione significativa del credito alle famiglie dalla Grande Crisi Finanziaria: Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti. <sup>2</sup> Media semplice delle economie dove non si è osservata una riduzione significativa del credito alle famiglie dalla Grande Crisi Finanziaria: Australia, Canada, Corea, Hong Kong SAR, Norvegia, Nuova Zelanda, Singapore e Svezia.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Malgrado l'esperienza recente, il ruolo delle considerazioni di stabilità finanziaria all'interno della politica monetaria è tuttora oggetto di forte disaccordo. Un'opinione comune è che la prima linea di difesa nei confronti degli squilibri finanziari dovrebbero essere le politiche macroprudenziali, mentre la politica monetaria servirebbe solo da supporto, rispondendo ai timori per la stabilità finanziaria soltanto una volta esaurito il potenziale di azione delle politiche macroprudenziali.

Tale opinione si poggia su una sorta di principio di separazione. Per contrastare i cicli più lenti di boom e bust finanziari andrebbero impiegati soltanto strumenti macroprudenziali (ad esempio rapporti fra valore dei prestiti e delle garanzie, riserve patrimoniali anticicliche, ecc.); la politica monetaria, invece, si concentrerebbe sul suo tradizionale ruolo anticiclico di controllo dell'inflazione e delle oscillazioni del ciclo economico.

Il principio di separazione è intuitivamente efficace e ha il merito di semplificare l'assegnazione dei compiti di policy; tuttavia diventa meno convincente se si considera il modo in cui la politica macroprudenziale e la politica monetaria influenzano congiuntamente l'attività finanziaria. Il riquadro IV.A evidenzia la stretta interrelazione fra la politica macroprudenziale e quella monetaria, nonché l'analogia dei loro meccanismi di trasmissione. Vero è che il raggio di azione di queste politiche è assai diverso, ma fondamentalmente entrambe influenzano i costi di finanziamento e l'assunzione di rischio che, a loro volta, condizionano il credito, i prezzi delle attività e la macroeconomia.

Inoltre, sebbene i giudizi al riguardo differiscano, l'esperienza maturata complessivamente con gli strumenti macroprudenziali non depone a favore del principio di separazione. Non vi è conferma che strumenti macroprudenziali mirati possano essere altrettanto efficaci dei tassi ufficiali nel prevenire un'eccessiva assunzione di rischio in ogni parte del sistema finanziario. Il tasso ufficiale è la determinante fondamentale del prezzo universale della leva finanziaria in una data valuta; esso influenza ogni forma di finanziamento nell'economia e non è soggetto ad arbitraggio regolamentare. In tal senso, il tasso di interesse ufficiale è un'arma meno appuntita, ma con effetti più pervasivi. Alla luce di ciò, affidarsi esclusivamente agli strumenti macroprudenziali per addomesticare i boom e i bust finanziari è rischioso, a maggior ragione se gli strumenti monetari e macroprudenziali spingono in direzioni opposte. L'esperienza suggerisce che le due tipologie di strumenti sono più efficaci se utilizzate in maniera complementare, facendo leva sui rispettivi punti di forza.

Una recente analisi empirica dimostra la potenziale utilità della politica monetaria a tale riguardo (riquadro IV.B). I tassi ufficiali sembrano avere un effetto significativo sul credito e sui prezzi delle attività, in particolare quelli degli immobili. Questo effetto, inoltre, sarebbe aumentato dalla metà degli anni ottanta, a seguito della liberalizzazione finanziaria. Non a caso l'ampiezza e la durata dei cicli finanziari sono sensibilmente cresciute da allora (cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*). Lo stesso studio evidenzia inoltre che, tenendo esplicitamente conto dell'effetto sul credito e sui prezzi degli immobili, la politica monetaria ha avuto un effetto più contenuto sul prodotto. Nell'insieme, questi risultati suggeriscono che una politica monetaria focalizzata sul controllo dell'inflazione a breve termine e del prodotto potrebbe conseguire tali obiettivi al costo di fluttuazioni del credito e dei prezzi delle attività maggiori che in passato.

Uno degli argomenti comunemente addotti contro l'impiego della politica monetaria per far fronte ai timori di stabilità finanziaria è la mancanza di validi

indicatori per misurare il ciclo finanziario e, più in generale, i rischi per la stabilità finanziaria. Il problema è di assoluto rilievo, sebbene negli ultimi decenni siano stati compiuti notevoli progressi nello sviluppo e nel miglioramento di indicatori atti a questo scopo. Un approccio pragmatico è stato quello di rilevare gli andamenti tendenziali del credito e dei prezzi delle attività. Più in generale, tuttavia, questa problematica non è specifica alla politica monetaria. Gli stessi quadri di riferimento per la politica macroprudenziale, all'interno dei quali le banche centrali hanno spesso un ruolo di primo piano, poggiano sul presupposto che sia effettivamente possibile soddisfare la necessità di disporre di indicatori adeguati.

Allo stesso tempo non vanno sottovalutate le difficoltà inerenti ai parametri più familiari utilizzati nel perseguimento della stabilità dei prezzi. La capacità inutilizzata e le aspettative di inflazione non sono direttamente osservabili. Esse devono essere stimate, e tali stime sono soggette a elevata incertezza e a distorsioni. Di fatto, evidenze recenti indicano che l'utilizzo di informazioni sul ciclo finanziario, come l'andamento del credito e dei prezzi degli immobili, può portare a stime migliori del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo di lungo periodo in tempo reale rispetto alle metodologie tradizionali, spesso basate sull'andamento dell'inflazione ( riquadro IV.C). Prima della crisi finanziaria, in effetti, le metodologie comunemente utilizzate nell'elaborazione delle politiche non sono state in grado di rilevare che il prodotto si collocava oltre il livello sostenibile. Stime che tengano conto del boom del credito e dei prezzi degli immobili possono contribuire a correggere questa distorsione.

Per analogia, misure che tengano conto dello stadio del ciclo finanziario potrebbero essere utili per calibrare la politica monetaria, procedendo inevitabilmente per tentativi. Come delineato nel Capitolo I, in generale la strategia comporterebbe un inasprimento più deciso e persistente della politica monetaria nelle fasi di boom finanziario, anche laddove l'inflazione a breve termine sia bassa o in calo. A parità di altre condizioni, la stima di regole di Taylor non corrette per lo stadio del ciclo finanziario potrebbe fornire una sorta di soglia inferiore, calibrata tenendo conto dell'inflazione e non degli squilibri finanziari ( riquadro IV.C). Durante le fasi di bust finanziario la strategia consisterebbe invece nell'allentare la politica monetaria in modo meno aggressivo e persistente. Questa maggiore moderazione nell'allentamento rifletterebbe la minore efficacia di un'espansione monetaria nei casi in cui: a) il sistema finanziario è danneggiato; b) il settore privato è sovraindebitato; c) il prodotto potenziale è gravato dall'allocazione distorta delle risorse durante la fase di boom (Capitoli I e III, nonché 84<sup>a</sup> Relazione annuale). Tale approccio riconoscerebbe inoltre che un allentamento aggressivo e limitatamente efficace genera effetti indesiderati sul sistema finanziario e sull'economia, a livello sia interno sia internazionale (Capitoli III, V e VI). Le questioni di calibrazione assumerebbero un peso considerevole, ma – come nel caso del perseguimento della stabilità dei prezzi e soprattutto fino a quando non si sarà accumulata sufficiente esperienza – non esiste alternativa a una sperimentazione graduale.

Un aspetto più complesso riguarda la modalità ottimale di bilanciamento dei possibili trade-off fra stabilità finanziaria e stabilizzazione macroeconomica, ossia stabilità dei prezzi e stabilizzazione del prodotto nel breve periodo. In certa misura, questa problematica attiene all'orizzonte di policy considerato. Le vulnerabilità finanziarie impiegano molto tempo a formarsi e, come visto all'indomani della crisi finanziaria, un bust finanziario ha effetti debilitanti di lunga durata per la macroeconomia e forse anche per l'inflazione. Pertanto, estendere l'orizzonte oltre i due o tre anni convenzionali aiuterebbe a riconciliare gli obiettivi di stabilità finanziaria con gli obiettivi tradizionali. Dopotutto, l'instabilità finanziaria è temuta

proprio per i danni che procura all'economia reale. Data l'incertezza connaturata nelle previsioni a più lungo termine, l'estensione dell'orizzonte non andrebbe interpretata come un'estensione delle previsioni puntuali, ma piuttosto come uno strumento per analizzare più sistematicamente i rischi per le prospettive causati dai fattori finanziari, che si caratterizzano per tempi più lunghi.

Comunque sia, il problema di quale sia il periodo di tempo da considerarsi congruo rimane nel momento di tollerare scostamenti dell'inflazione dagli obiettivi. Il periodo successivo alla crisi dimostra che una disinflazione persistente, e persino la deflazione, possono andare di pari passo con boom preoccupanti dei prezzi delle attività e del credito. Tale combinazione, in verità, non è affatto senza precedenti ed era anzi piuttosto comune durante l'era del tallone aureo. Il caso più eclatante fu quello degli anni venti, prima della Grande Depressione negli Stati Uniti. Ma è stata molto meno usuale nel secondo dopoguerra, periodo più soggetto a inflazione, ed è riemersa soltanto quando l'inflazione è divenuta oggetto di maggiore controllo.

Due preoccupazioni fondate, una di carattere specifico e una più generale, hanno dissuaso le autorità monetarie dal tollerare scostamenti persistenti dell'inflazione dagli obiettivi numerici.

La prima, specifica, è il rischio di deflazione. Gran parte del recente dibattito di policy si basa sull'assunto che tutte le deflazioni siano perniciose e procurino ingenti danni economici. L'idea è che un calo dei prezzi aggregati ingenererà probabilmente una spirale deflazionistica, il prodotto si ridurrà e – specialmente se i tassi di interesse sono bloccati alla soglia zero – le attese di flessioni protratte dei prezzi faranno crescere i tassi di interesse corretti per l'inflazione, deprimendo ulteriormente la domanda e il prodotto aggregati.

Tuttavia, l'esperienza storica dei costi in termini di prodotto provocati dalla deflazione contrasta con questa convinzione diffusa. L'asserita relazione fra deflazione e debolezza dell'attività economica è di fatto piuttosto labile e deriva in ampia misura dall'esperienza eccezionale della Grande Depressione. In realtà, l'evidenza indica che il prodotto è più strettamente collegato ai prezzi delle attività, in particolare a quelli degli immobili. Tenendo conto dei prezzi delle attività, il legame fra prodotto e deflazione dei prezzi di beni e servizi diviene ancora più flebile. Una rassegna internazionale dal 1870 in avanti riscontra la presenza di tale legame soltanto negli anni fra le due guerre mondiali (grafico IV.9, terzo diagramma). Un'analisi più approfondita indica inoltre che l'interazione davvero dannosa non è quella fra deflazione e debito – la cosiddetta deflazione da debito – bensì quella fra debito e flessione dei prezzi degli immobili.

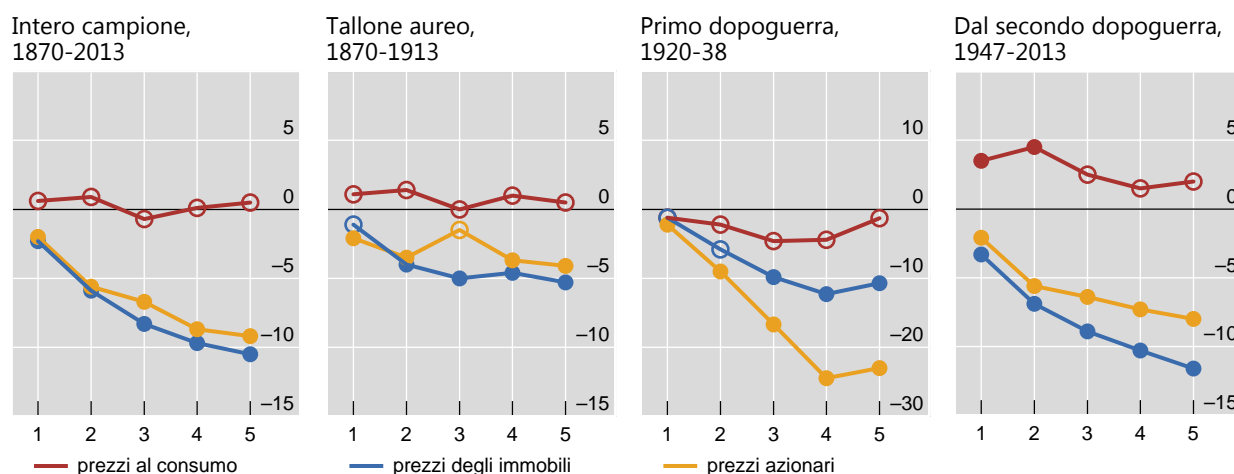
I precedenti storici suggeriscono altresì che i costi della deflazione dipendono dalle sue determinanti. La deflazione potrebbe effettivamente segnalare un calo marcato e persistente della domanda, nel qual caso coinciderebbe con la debolezza economica. Ma qualora sia determinata da miglioramenti dal lato dell'offerta – come globalizzazione, maggiore concorrenza o sviluppo tecnologico – il prodotto tenderà ad aumentare di pari passo con i redditi reali, innalzando gli standard di vita. Inoltre, laddove la deflazione sia il risultato di aggiustamenti una tantum dei prezzi, come ad esempio una flessione dei corsi delle materie prime, è altresì probabile che sia transitoria.

Quest'analisi indica che la risposta della banca centrale ai rischi di deflazione deve prendere in considerazione non solo le fonti da cui originano le pressioni sui prezzi, ma anche l'efficacia della politica monetaria. Paradossalmente, una risposta aggressiva volta a evitare una deflazione da offerta o transitoria può dimostrarsi

## I rallentamenti del prodotto coincidono più spesso con cali dei prezzi delle attività che non con deflazioni<sup>1</sup>

Variazione nella crescita del prodotto pro capite dopo un picco dei prezzi, in punti percentuali<sup>2</sup>

Grafico IV.9



<sup>1</sup> Variazione cumulata della crescita del prodotto pro capite in termini reali dopo il raggiungimento di un picco del rispettivo indice dei prezzi (prezzi al consumo, prezzi degli immobili e prezzi azionari); nell'arco dell'orizzonte indicato (in anni). <sup>2</sup> Il metodo di regressione isola l'impatto marginale del calo di ciascun tipo di prezzi sull'andamento del prodotto; un cerchio pieno indica un coefficiente statisticamente significativo (al livello del 10%); un cerchio vuoto indica un coefficiente non significativo.

Fonte: C. Borio, M. Erdem, A. Filardo e B. Hofmann, "I costi delle deflazioni: una prospettiva storica", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

controproducente nel più lungo periodo. Essa rischia di favorire boom finanziari che, al momento del bust, potrebbero causare seri danni all'economia o addirittura indurre un'indesiderata disinflazione in un momento successivo.

Il timore più generale legato allo scostamento dell'inflazione dall'obiettivo attiene alla perdita di credibilità e, in ultima analisi, al mandato stesso della banca centrale. Una deviazione persistente dell'inflazione dagli obiettivi numerici ha effettivamente il potenziale di minare la credibilità della banca centrale. Per questo motivo, il quadro di riferimento della politica monetaria dovrebbe esplicitamente contemplare un margine di tolleranza nei confronti di deviazioni di questo tipo, laddove ciò sia necessario per conseguire obiettivi di più lungo periodo.

Molto meno chiaro, tuttavia, è se la possibilità di un maggiore margine di tolleranza richieda un ripensamento del mandato, che spesso è sufficientemente generico e soggetto a interpretazioni mutevoli. In particolare, si potrebbe considerare che una stabilità duratura dei prezzi o, più in generale, la stabilità macroeconomica comprendano implicitamente al loro interno la stabilità finanziaria, considerate le enormi distorsioni economiche e perdite di prodotto associate alle crisi finanziarie. Qualora dovesse effettivamente rendersi necessaria una revisione dei mandati, essa dovrebbe essere condotta con estrema cautela, poiché potrebbe portare a pressioni politiche con esiti indesiderati.

Ciò indica che la priorità assoluta dovrebbe essere: a) utilizzare per quanto possibile lo spazio di manovra esistente, e b) costituire consenso per incorporare in maniera più sistematica le considerazioni di stabilità finanziaria, secondo quanto delineato in precedenza. Col tempo, si potrebbero valutare adeguamenti ulteriori e più profondi dei quadri di riferimento della politica monetaria.



Nel complesso, gli argomenti contro un'inclusione più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria nella politica monetaria si basano su preoccupazioni valide, ma non sono del tutto convincenti. In particolare, essi tendono a sovrastimare le conoscenze del processo inflativo e a sottostimare quanto si è appreso sulla stabilità finanziaria. Potrebbero inoltre tendere a riporre una fiducia eccessiva nella capacità della politica monetaria di influenzare, e persino di regolare in maniera puntuale, l'inflazione, rispetto alla capacità di influenzare la stabilità finanziaria, e quindi macroeconomica, nel medio termine.

Se il criterio ultimo di una politica monetaria efficace è promuovere una crescita economica *sostenibile* e, così facendo, evitare gravi danni macroeconomici, allora sembra giustificato ribilanciare le priorità della politica monetaria verso una maggiore attenzione alla stabilità finanziaria. Questo ribilanciamento riavvicinerebbe altresì la politica monetaria alle sue origini e funzioni storiche<sup>3</sup>. Sarebbe un errore sottovalutare le difficoltà. Esse pongono domande complesse. Ma affidarsi esclusivamente agli strumenti macroprudenziali per contrastare l'instabilità finanziaria potrebbe non essere sufficientemente prudente.

<sup>3</sup> Cfr C. Borio, "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?", *BIS Working Papers*, n. 440, gennaio 2014.

## Politica monetaria e politica macroprudenziale: complementari o succedanee?

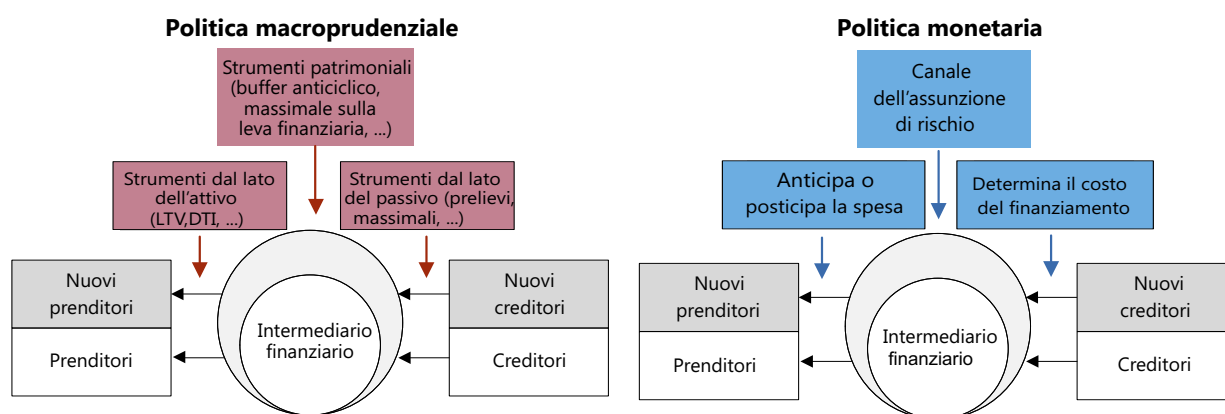
Le politiche macroprudenziali sono finalizzate a: 1) rafforzare la resilienza del sistema finanziario; 2) attenuare i boom finanziari e i conseguenti tracolli (bust). La domanda che si pone è quanto efficacemente le politiche macroprudenziali interagiscano con la politica monetaria nel perseguire questa seconda finalità<sup>①</sup>.

Sia la politica monetaria sia quella macroprudenziale influenzano il processo di intermediazione finanziaria, agendo sulle attività, sulle passività e sul grado di leva finanziaria degli intermediari (grafico IV.A). Ad esempio, entrambe possono indurre una riallocazione della spesa nel tempo influenzando il costo e la disponibilità del credito per i consumatori e per le imprese. Le politiche in questione, tuttavia, differiscono per raggio di azione ed effetti. La politica macroprudenziale è spesso mirata a settori, regioni od operazioni specifiche, ad esempio, mediante massimali sui rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (LTV) e regole sul rapporto fra servizio del debito e reddito. I tassi di interesse, invece, hanno un impatto più pervasivo sugli incentivi del settore privato e sul sistema finanziario.

Una questione rilevante ai fini delle politiche è se la politica monetaria e quella macroprudenziale debbano in genere agire nella stessa direzione (come complementari) o in direzioni opposte (come succedanee). Parte del recente dibattito sulle politiche macroprudenziali considera i due ordini di politiche come alternativi: mentre la politica monetaria viene mantenuta rilassata, si fa appello alla politica macroprudenziale per attenuare le conseguenti implicazioni di stabilità finanziaria, almeno per alcuni particolari settori o tipi di finanziamento. Quando queste due politiche esercitano trazione in direzioni opposte, tuttavia, gli agenti economici sono incentivati allo stesso tempo a indebitarsi di più e a indebitarsi di meno, a indicare la presenza di tensioni nella combinazione delle due politiche. Le prime ricerche teoriche condotte in materia suggeriscono che sia preferibile utilizzare la politica monetaria e quella macroprudenziale come complementari, piuttosto che succedanee, sebbene i risultati possano differire a seconda della natura degli sviluppi che si desidera contrastare.

### Gli strumenti macroprudenziali e la politica monetaria sono collegati

Grafico IV.A



LTV = rapporto fra valore del prestito e valore della garanzia (loan-to-value); DTI = rapporto fra debito e reddito (debt-to-income).

Fonte: H. S. Shin, "Macroprudential tools, their limits and their connection with monetary policy", intervento alla riunione di primavera dell'FMI sul tema "Rethinking macro policy III: progress or confusion?", Washington D.C., aprile 2015, [www.bis.org/speeches/sp150415.htm](http://www.bis.org/speeches/sp150415.htm).

L'esperienza indica che questi strumenti tendono effettivamente a essere utilizzati in maniera complementare. Uno studio recente sulle economie della regione Asia-Pacifico documenta che la politica monetaria e quella macroprudenziale sono state impiegate nella stessa direzione, come dimostrano le correlazioni positive riportate nella tabella IV.A. L'evidenza empirica indica inoltre che la combinazione di politiche macroprudenziali più restrittive e tassi di interesse più elevati si è dimostrata efficace nel ridurre la crescita del credito in termini reali. Da un punto di vista statistico, tuttavia, non è stato ancora stabilito se e quando le politiche macroprudenziali siano state mediamente più efficaci della politica monetaria.

Correlazione fra le variazioni delle politiche monetarie e prudenziali nelle economie dell'Asia-Pacifico<sup>1</sup>

Tabella IV.A

	Tasso ufficiale	Misure di politica monetaria diverse dalla manovra dei tassi	Misure prudenziali sul credito per l'acquisto di abitazioni	Misure prudenziali sugli afflussi bancari e sulle esposizioni valutarie
Tasso ufficiale	1,00			
Misure di politica monetaria diverse dalla manovra dei tassi	0,22	1,00		
Misure prudenziali sul credito per l'acquisto di abitazioni	0,16	0,19	1,00	
Misure prudenziali sugli afflussi bancari e sulle esposizioni valutarie	0,20	0,30	0,09	1,00

<sup>1</sup> Le variazioni del tasso ufficiale sono variazioni effettive. Per le variazioni nelle altre misure di policy, vengono assegnati valori di +1 agli inasprimenti, 0 all'assenza di variazioni e -1 agli allentamenti. Dati trimestrali dal 2004 al 2013 per Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

Fonte: adattamento della tabella 15 di V. Bruno, I. Shim e H. S. Shin, "Comparative assessment of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, n. 502, giugno 2015.

© Cfr. H. Hannoun, "Towards a global financial stability framework", intervento alla conferenza dei Governatori delle banche centrali SEACEN, Siem Reap, Cambogia, 26 febbraio 2010.

## La trasmissione della politica monetaria al prodotto, al credito e ai prezzi delle attività

Dopo la Grande Inflazione degli anni settanta le economie e i sistemi finanziari di tutto il mondo sono cambiati profondamente. Livelli bassi di inflazione sono divenuti la norma in molti paesi e la liberalizzazione e la globalizzazione finanziarie hanno fatto rapidi progressi. In particolare, il credito immobiliare ha subito una considerevole evoluzione, integrandosi maggiormente con i mercati dei capitali attraverso la diffusione della cartolarizzazione, l'aumento dei rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value) e l'avvento di nuove forme di credito collegate al patrimonio immobiliare. Inoltre, i mercati obbligazionari hanno acquisito un maggiore spessore, agevolando l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali, e la globalizzazione finanziaria ha notevolmente ampliato la base degli investitori. Di conseguenza, l'indebitamento è significativamente cresciuto in rapporto al reddito. In aggiunta, i creditori non bancari rappresentano oggi una fonte molto più ampia di finanziamento, e una quota più elevata di debito è sotto forma di mutui ipotecari.

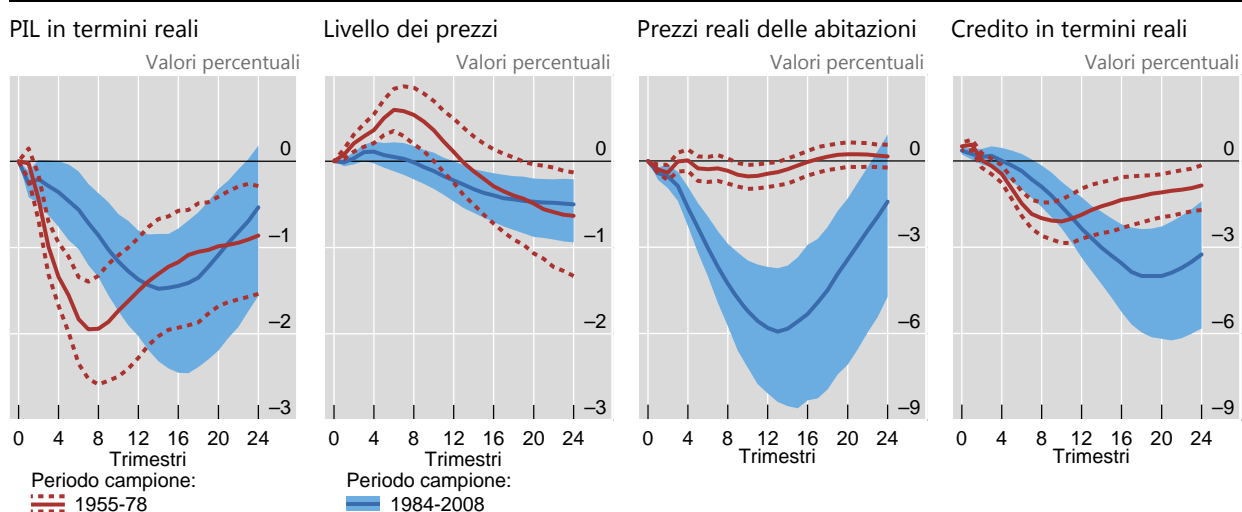
È possibile che tali dinamiche abbiano alterato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sebbene alcuni studi suggeriscano che nel caso degli Stati Uniti non vi siano stati cambiamenti di rilievo<sup>①</sup>, è pur vero che essi si sono concentrati sulla trasmissione all'economia reale, tralasciando in gran parte l'interrelazione con il credito e i prezzi delle attività.

Un modello autoregressivo vettoriale (VAR) standard esteso ai prezzi degli immobili e al credito totale al settore privato non finanziario evidenzia che di fatto si sono verificati mutamenti rilevanti nel meccanismo di trasmissione nell'economia statunitense (grafico IV.B)<sup>②</sup>. Si stima che un aumento inatteso di 100 punti base del tasso ufficiale statunitense abbia avuto di recente un impatto minore sul prodotto: nel periodo precedente, infatti, si raggiungeva un effetto massimo del -2% dopo otto trimestri, mentre in quello più recente l'effetto massimo è del -1,5% dopo 14 trimestri. Per quanto riguarda il livello dei prezzi, l'effetto nel lungo termine è simile, ma la reazione si è attenuata. Per contro la differenza di impatto della politica monetaria sui prezzi delle abitazioni e sul credito fra i due periodi campione è marcata: per i prezzi reali delle abitazioni l'effetto massimo stimato si è impennato aumentando di dodici volte (dal -0,5 al -6%) e per il credito totale è raddoppiato dal -2 al -4%<sup>③</sup>.

## È progressivamente aumentata la sensibilità del ciclo finanziario ai tassi ufficiali

Risposta a un impulso di aumento di 100 punti base del tasso ufficiale<sup>1</sup>

Grafico IV.B



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti; mediana e intervallo con probabilità del 68% delle risposte all'impulso.

Fonte: elaborazioni BRI.

Questi risultati fanno ritenere che i boom del credito e dei prezzi delle abitazioni siano diventati molto più reattivi alle variazioni compensative dei tassi di politica monetaria. Inoltre, i costi in termini di prodotto associati a un inasprimento si sono generalmente ridotti, considerato l'effetto più attenuato della politica monetaria sul PIL reale. In altre parole, i risultati indicano che, rispetto al passato, l'appianamento delle oscillazioni di breve termine del prodotto e dell'inflazione avviene oggi al costo di fluttuazioni più ampie del credito e dei prezzi degli immobili.

① Cfr. ad esempio G. Primiceri, "Time varying structural vector autoregressions and monetary policy", *Review of Economic Studies*, vol. 72, 2005, pagg. 821-852; e J. Boivin, M. Kiley e F. Mishkin, "How has the monetary transmission mechanism evolved over time?", in B. Friedman e M. Woodford (a cura di), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, North Holland, 2011, pagg. 369-422. ② Il VAR comprende cinque variabili: PIL reale, deflatore del PIL, prezzi reali delle abitazioni, tasso ufficiale statunitense (tasso sui federal fund) e credito reale, tutte espresse in termini logaritmici a eccezione del tasso ufficiale. Lo shock di politica monetaria è identificato mediante uno schema di identificazione di Cholesky con le variabili nell'ordine del precedente elenco. Per ulteriori dettagli, cfr. B. Hofmann e G. Peersman, "Revisiting the US monetary transmission mechanism", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ③ Anche O. Jorda, M. Schularick e A. Taylor, "Betting the house", *Journal of International Economics*, di prossima pubblicazione, riscontrano che condizioni monetarie rilassate hanno condotto a boom del credito immobiliare e a bolle dei prezzi delle abitazioni, soprattutto nel dopoguerra.

## Misurazione del prodotto potenziale attraverso le informazioni sul ciclo finanziario

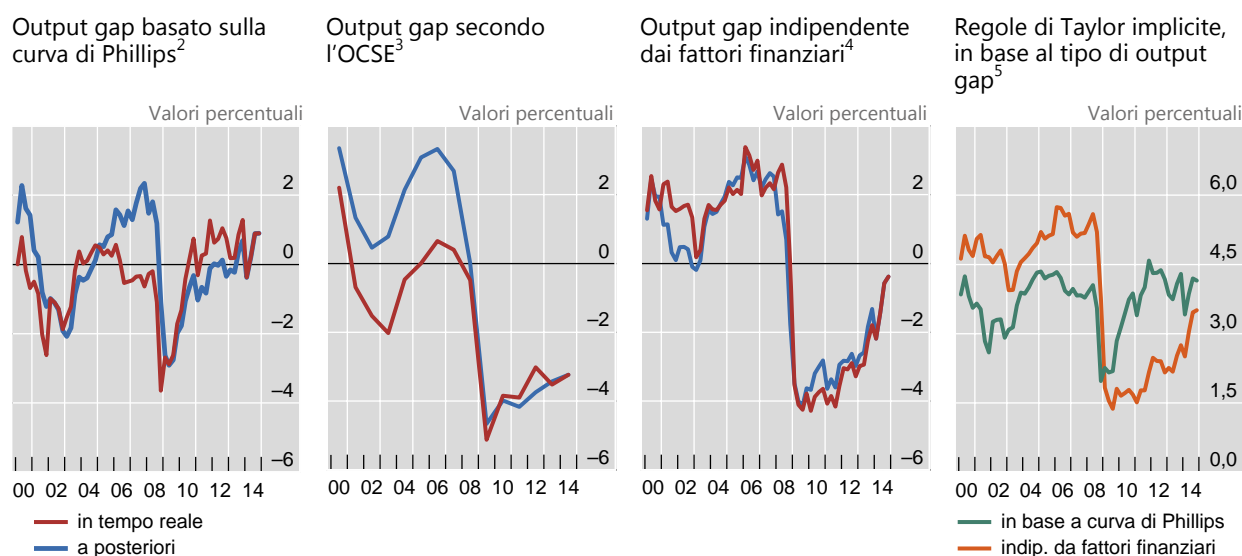
Il concetto di prodotto potenziale si riferisce al livello di prodotto ottenuto quando le risorse disponibili, fra cui capitale e lavoro, sono utilizzate pienamente e sostenibilmente. Lo scostamento del prodotto effettivo dal potenziale (il cosiddetto output gap) misura il grado di capacità inutilizzata nell'economia. Non essendo direttamente osservabile, il prodotto potenziale è di norma stimato mediante tecniche econometriche.

Tradizionalmente, le tecniche di stima econometrica si basano in larga misura sull'inflazione: a parità di altre condizioni, il livello del prodotto viene considerato coerente con un pieno utilizzo del lavoro quando l'inflazione non presenta tendenze al rialzo o al ribasso. L'inflazione è un segnale fondamentale della sostenibilità. Anche le misure del prodotto potenziale basate su funzioni di produzione, come ad esempio quelle elaborate dall'OCSE o dall'FMI, si basano in parte sull'inflazione per valutare gli squilibri nel mercato del lavoro.

La relazione fra sottoutilizzo della capacità produttiva e inflazione (la cosiddetta curva di Phillips) si è tuttavia indebolita nel corso degli ultimi decenni (cfr. Capitolo III dell'84<sup>a</sup> *Relazione annuale*), compromettendo così l'utilità dell'inflazione come indicatore del prodotto potenziale. Di conseguenza, le stime dell'output gap basate sulla curva di Phillips potrebbero non essere affidabili<sup>①</sup>. In altri termini, se si lasciassero parlare liberamente i dati, il contenuto informativo dell'inflazione potrebbe essere abbastanza scarso. In aggiunta, i metodi tradizionali di stima del prodotto potenziale sono affetti da notevole incertezza se utilizzati in tempo reale: le stime sono infatti oggetto di

### La distorsione in tempo reale delle stime dell'output gap ha implicazioni per i parametri di riferimento della politica monetaria<sup>1</sup>

Grafico IV.C



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti; le stime a posteriori si basano su tutti i dati disponibili fino al dicembre 2014; i parametri in tempo reale sono calcolati stimando in maniera ricorsiva i modelli con i dati disponibili fino a ciascun momento considerato. <sup>2</sup> Ricavato espandendo un semplice modello statistico univariato (filtro di Hodrick-Prescott) dell'output gap con una curva di Phillips. I risultati ottenuti usando un filtro di Hodrick-Prescott sono pressoché identici. Per maggiori dettagli, cfr. il modello 1 nella pubblicazione citata nella nota <sup>①</sup>. <sup>3</sup> Stima in tempo reale basata sui dati di giugno dell'anno successivo (ad esempio giugno 2003 per la stima relativa al 2002). <sup>4</sup> In base alla pubblicazione citata nella nota <sup>②</sup>. <sup>5</sup> In termini nominali; a titolo di illustrazione, le regole di Taylor sono calcolate come  $\pi^* + r^* + \frac{1}{2}(y - y_p) + \frac{1}{2}(\pi - \pi^*)$ , dove  $(y - y_p)$  è la curva di Phillips in tempo reale o l'output gap indipendente dai fattori finanziari,  $\pi$  è il tasso di inflazione osservato (spesa per consumi personali al netto di alimentari ed energia),  $\pi^*$  è l'obiettivo di inflazione (fissato al 2%) e  $r^*$  è il tasso di interesse reale di equilibrio compatibile con un prodotto pari al potenziale e un'inflazione al livello desiderato (fissato al 2%, grosso modo equivalente alla media storica del tasso sui federal fund).

Fonti: Federal Reserve Bank di St. Louis; OCSE, *Economic Outlook*; elaborazioni BRI.

revisioni marcate man mano che divengono disponibili nuovi dati. Ad esempio, a metà degli anni duemila né il metodo della curva di Phillips né quello dell'OCSE basato sulla funzione di produzione hanno rilevato che in quel momento il PIL statunitense si trovava al di sopra del potenziale; lo hanno segnalato soltanto più tardi, quando i modelli sono stati nuovamente stimati utilizzando più dati (grafico IV.C, primo e secondo diagramma).

L'esperienza pre-crisi indica che, ai fini della stima del prodotto potenziale, può essere utile considerare le misure di squilibrio finanziario. Prima della crisi, infatti, l'inflazione rimaneva generalmente contenuta, mentre il credito e i prezzi degli immobili sono cresciuti a tassi eccezionalmente alti, creando i presupposti della crisi e della recessione successive. Studi della BRI mostrano che tenere conto delle informazioni sul ciclo finanziario può effettivamente permettere di ottenere misure più affidabili del surriscaldamento dell'economia<sup>①</sup>. Le misure dell'output gap "neutrale ai fattori finanziari" (finance-neutral) così ottenute sarebbero state in grado, ad esempio, di indicare in tempo reale che a metà degli anni duemila il prodotto negli Stati Uniti era superiore al potenziale; esse avrebbero inoltre necessitato di minori revisioni dovute alla pubblicazione di nuovi dati (grafico IV.C, terzo diagramma).

La disponibilità di stime affidabili in tempo reale dell'output gap sarebbe utile per le autorità monetarie, considerato il ruolo fondamentale che il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva occupa nella definizione della politica monetaria. Coerentemente con la diagnosi di un prodotto superiore al potenziale, l'output gap "finance-neutral" segnala per il periodo precedente la Grande Crisi Finanziaria un livello più elevato dei tassi ufficiali impliciti nella regola di Taylor (grafico IV.C, ultimo diagramma).

<sup>①</sup> L'argomento viene ulteriormente elaborato in C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, febbraio 2014. Lo studio mostra che, per diverse specificazioni del modello, il contributo dell'inflazione all'output gap è modesto a meno che non venga inclusa una forte componente di informazioni precedenti. <sup>②</sup> C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013.