

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Il ciclo della politica monetaria ha subito una svolta lo scorso anno allorché le banche centrali nei paesi industriali avanzati hanno ridotto i tassi d'interesse in risposta al rallentamento globale. Un altro fattore determinante sono stati gli attacchi terroristici negli Stati Uniti, in seguito ai quali le condizioni monetarie sono state ulteriormente allentate a livello mondiale al fine di ristabilire la fiducia dei consumatori e delle imprese. Nella prima parte di quest'anno le prospettive di crescita sono migliorate, inducendo le banche centrali di alcuni paesi ad adottare un orientamento più restrittivo per prevenire l'accumulo di pressioni inflazionistiche.

I primi segni di rallentamento dell'attività economica si sono evidenziati lo scorso anno negli Stati Uniti. Di conseguenza, la Riserva federale è stata la prima ad avviare una manovra distensiva nel gennaio 2001, riducendo in seguito più volte i tassi di fronte all'imprevista intensità della flessione produttiva. Nel primo trimestre 2002 sono emerse indicazioni di un'inversione nel ciclo. Ciò ha posto fine alle misure di allentamento e ha condotto a una valutazione più bilanciata dei rischi in termini di crescita e di inflazione.

Nell'area dell'euro la decelerazione dell'economia reale si è manifestata più tardi che negli Stati Uniti. Dati i perduranti timori circa le spinte inflazionistiche, la BCE ha abbassato i tassi una sola volta nel primo semestre 2001. Con l'intensificarsi dei segnali recessivi e in risposta agli eventi dell'11 settembre, essa ha allentato ulteriormente la politica monetaria nella seconda metà dell'anno. I tassi sono stati mantenuti stabili nella prima parte del 2002, in considerazione delle migliorate prospettive di ripresa, mentre le pressioni inflazionistiche sono rimaste sopite.

In Giappone le condizioni economiche hanno continuato a essere molto deboli. Nell'arco del periodo in esame la Banca del Giappone ha dilatato a più riprese le riserve bancarie. Quale stimolo aggiuntivo essa ha accresciuto gli acquisti in via definitiva di titoli pubblici nazionali. Tuttavia, le riforme strutturali nevralgiche sono rimaste inattuato, e di conseguenza l'economia ha continuato a ristagnare.

Durante gli ultimi dodici mesi i tassi d'interesse sono stati abbassati anche nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti, sebbene i tempi e l'ampiezza delle manovre siano variati da paese a paese. Mentre la Banca del Canada ha apportato drastici tagli, la maggiore robustezza della crescita nel Regno Unito, in Australia e in Nuova Zelanda ha limitato la necessità di ridurre i tassi. Nel timore di un acuirsi dell'inflazione, Svezia e Nuova Zelanda sono stati i primi paesi industriali ad aver inasprito le politiche agli inizi del 2002.

La situazione caratterizzata da inflazione modesta e bassi tassi d'interesse nominali nel periodo sotto rassegna è inconsueta rispetto all'esperienza

degli ultimi decenni. Questo nuovo contesto ha ampliato per molti aspetti lo spazio di manovra a disposizione delle banche centrali. Nello stesso tempo, a giudicare da quanto osservato negli anni recenti, esso potrebbe aver alterato in modo insidioso la natura stessa delle sfide che le autorità monetarie sono chiamate ad affrontare. La seconda parte del capitolo approfondisce queste tematiche.

Stati Uniti

La brusca inversione nell'attività economica statunitense tra la fine del 2000 e gli inizi dello scorso anno ha motivato un forte stimolo monetario. Nella prima parte del 2001 la Riserva federale ha abbassato i tassi di 50 punti base per cinque volte di seguito, e due di queste manovre sono state attuate nell'intervallo tra le riunioni ufficiali del Federal Open Market Committee (FOMC). Nondimeno, la crescita del PIL reale si è appiattita nel secondo trimestre 2001, e sono aumentati i timori di un ulteriore calo della spesa per investimenti e di un perdurante decumulo delle scorte. In presenza di un livello basso e stabile dell'inflazione, il FOMC ha votato altre due volte, nelle riunioni di giugno e agosto, a favore di una riduzione del tasso obiettivo sui federal funds. Tuttavia, la dimensione di entrambi i tagli è stata di 25 punti base, anziché dei precedenti 50 punti, forse un segnale del Comitato per preannunciare l'imminente fine del periodo distensivo. In effetti, nella tarda estate erano riscontrabili segni di stabilizzazione in alcuni settori, che confortavano una visione più ottimistica circa la possibilità di evitare un prolungato periodo di crescita al disotto della media.

I tragici eventi dell'11 settembre hanno fugato ogni speranza in una ripresa a breve termine. La risposta delle autorità monetarie agli attacchi terroristici è stata multiforme. In primo luogo, la Riserva federale ha immesso abbondante liquidità attraverso lo sportello del sconto. Nel quadro di tali misure di emergenza il rifinanziamento tramite questo canale è aumentato sensibilmente durante la settimana degli attacchi, riportandosi su livelli più normali verso la fine di settembre. In secondo luogo, la Riserva federale ha concordato o rinnovato linee di swap con talune banche centrali estere per attenuare il pericolo di una stretta globale della liquidità; solo nel caso della BCE queste linee sono state attivate. In terzo luogo, di fronte al nuovo contesto di acuita incertezza e di fragile fiducia dei consumatori e degli investitori, il FOMC ha ridotto di 50 punti base il tasso obiettivo. Il taglio è stato fatto coincidere con la riapertura dei mercati azionari di New York il 17 settembre (Capitolo VI). Le precedenti riduzioni dei tassi, insieme all'abbondante offerta di liquidità all'indomani degli attacchi terroristici, hanno contribuito a mantenere elevato il ritmo di crescita degli aggregati monetari ampi.

Nella riunione di inizio ottobre il FOMC ha rinforzato le sue manovre precedenti apportando un ulteriore taglio di ½ punto percentuale, in quanto cresceva il timore che il rallentamento mondiale potesse retroagire sull'economia USA. Poiché le pressioni inflazionistiche davano segni di cedimento e molti indicatori segnalavano una persistente debolezza dell'economia, il FOMC ha abbassato i tassi altre due volte prima della fine dell'anno.

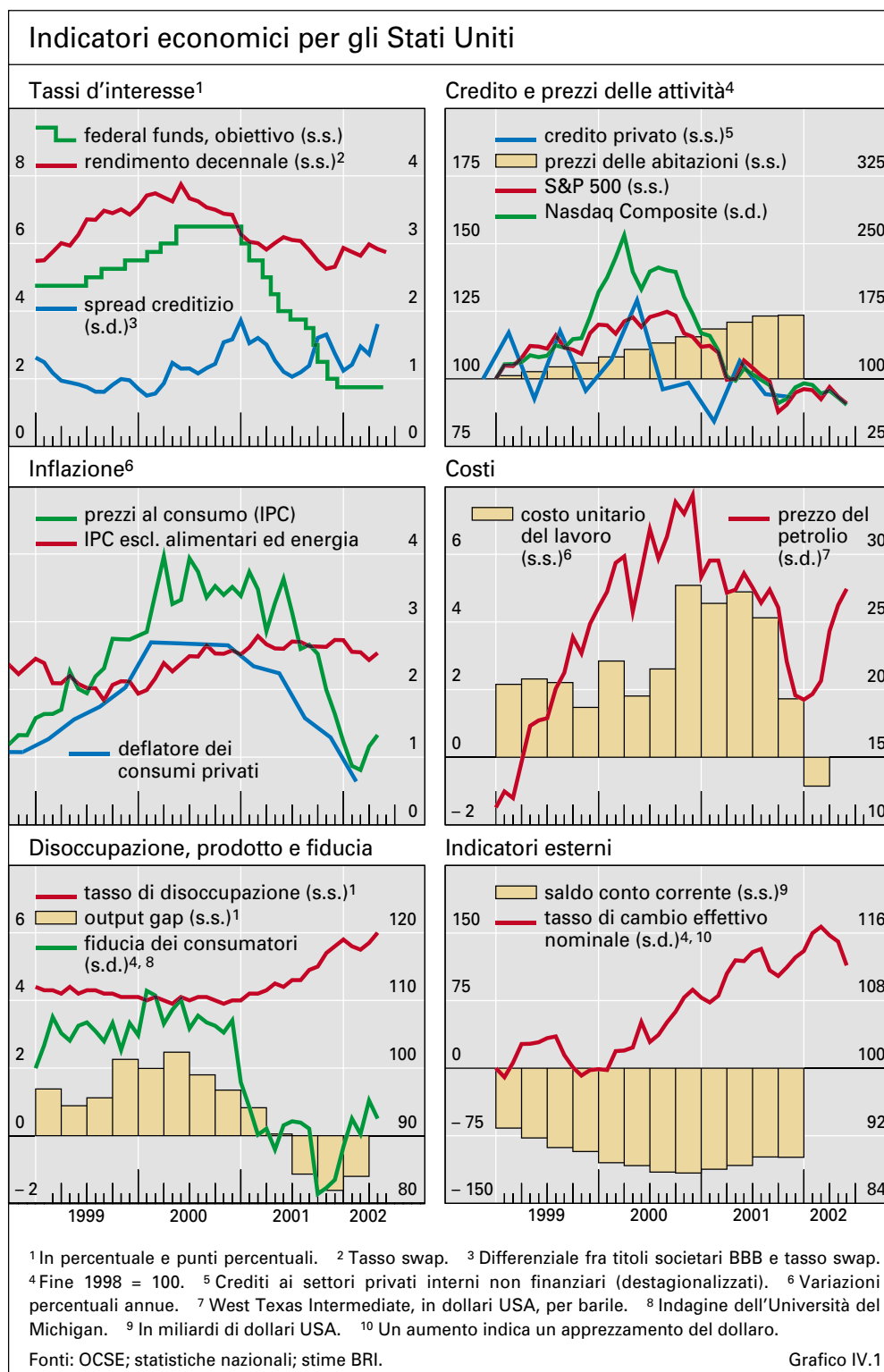
Drastico allentamento monetario indotto dalla brusca decelerazione economica

Ulteriori manovre espansive dopo gli attacchi terroristici ...

... e nei mesi successivi del 2001, data la perdurante debolezza dell'economia

Nonostante
cospicue riduzioni
dei tassi ...

Le iniziative prese dal FOMC in questa fase distensiva non hanno precedenti. Il tasso obiettivo sui federal funds è stato ridotto 11 volte nel 2001, per complessivi 4,75 punti percentuali, e nella prima parte del 2002 è stato mantenuto al livello insolitamente basso dell'1,75%. Mentre le mutate circostanze, cui si è accennato in precedenza, erano sufficienti a giustificare un significativo allentamento monetario, va notato che l'economia USA aveva iniziato il 2001 con tassi reali a breve, misurati ex post, relativamente alti.



Inoltre, con il trascorrere dell'anno era divenuto sempre più chiaro che l'allentamento complessivo delle condizioni finanziarie era minore di quanto normalmente ci si poteva attendere. Malgrado la considerevole riduzione dei tassi a breve, lo scorso anno il cambio effettivo nominale del dollaro si è apprezzato del 5,4% (grafico IV.1), gli standard creditizi delle banche hanno subito un certo inasprimento e i corsi azionari sono calati ulteriormente, anche se il massiccio allentamento ha probabilmente evitato una flessione molto maggiore. Per contro, i prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire sensibilmente, e i consumatori si sono avvalsi della facoltà di rifinanziare i mutui ipotecari per prelevare un ammontare record di fondi con cui alimentare una spesa crescente (Capitolo II).

... le condizioni finanziarie restano tese

Agli inizi del 2002 un'ampia gamma di indicatori aveva cominciato a segnalare un cambiamento di rotta. Permaneva nondimeno un clima di grande incertezza. Di conseguenza, nei primi tre mesi dell'anno la Riserva federale lasciava invariato il suo tasso obiettivo e modificava in marzo la sua valutazione dei rischi nel senso di un indirizzo neutrale. A favore del mantenimento di bassi tassi d'interesse vi era la constatazione che le condizioni finanziarie restavano tese e che gli incrementi di prezzo del petrolio stavano influenzando negativamente sul reddito disponibile. Inoltre, parevano sussistere alcuni degli squilibri presenti prima dell'inizio della fase discendente, con il pericolo che agissero da freno su un'incipiente ripresa. In particolare, gli alti livelli di indebitamento delle famiglie e le esuberanti valutazioni azionarie, specie alla luce delle incerte prospettive dei profitti e delle possibili ricadute del fallimento Enron, potevano rallentare la spesa dei consumatori. Analogamente, al livello delle imprese, l'andamento depresso dei profitti societari, un debito elevato ed eccedenze di capacità produttiva potevano frenare la spesa in investimenti. D'altra parte, una serie di argomentazioni militava a favore di un più rapido ritorno dei tassi ufficiali a livelli normali: il decumulo delle scorte sembrava rallentare; gli effetti delle riduzioni dei tassi e delle imposte non si erano probabilmente ancora esplicitati appieno e permaneva la prospettiva di una più forte crescita della produttività, che aveva contribuito a sostenere la lunga fase espansiva degli anni novanta.

Mantenuti invariati i tassi ufficiali agli inizi del 2002

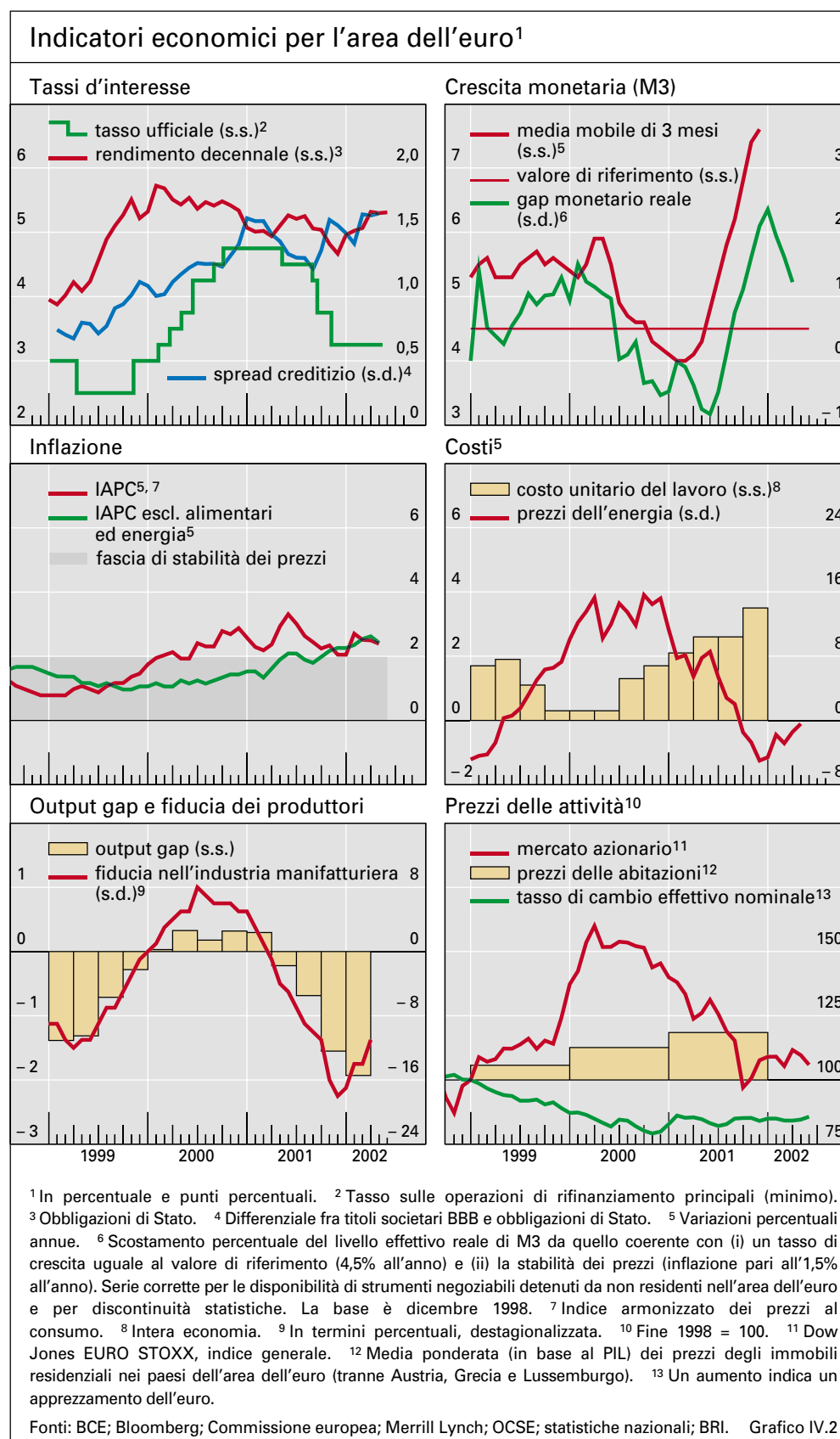
Andava inoltre considerata attentamente la velocità con cui attuare l'inversione di rotta. Da un lato, la rapida successione dei tagli apportati in risposta al deterioramento della situazione sembrava richiedere un inasprimento preventivo altrettanto rapido in caso di aumento delle pressioni inflazionistiche. Dall'altro lato, un inatteso e brusco cambiamento di indirizzo avrebbe potuto causare una iperreazione dei mercati finanziari. In quest'ottica si potrebbe ritenere che, adottando un orientamento bilanciato nella sua riunione di marzo, il FOMC abbia voluto preparare i mercati a un innalzamento dei tassi d'interesse.

Area dell'euro

Nei primi mesi del 2001 la crescita è stata relativamente robusta nell'area dell'euro, e le spinte inflazionistiche sottostanti hanno continuato a essere fonte di preoccupazione per la BCE. Tuttavia, quando le prospettive a medio termine

Preoccupanti spinte inflazionistiche fino a metà 2001

sul fronte dei prezzi hanno cominciato a migliorare, grazie anche alle ridotte pressioni della domanda conseguenti al deterioramento della congiuntura mondiale, la BCE ha deciso di abbassare il tasso guida dal 4,75 al 4,5% in



maggio. I tassi sono rimasti fermi a quota 4,5% durante tutta l'estate poiché l'inflazione rilevata è rimasta ostinatamente al disopra del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della BCE. Tale andamento rispecchiava in parte precedenti incrementi di prezzo del petrolio e la perdita di valore dell'euro.

Nella riunione di fine agosto, il Consiglio direttivo è giunto alla conclusione che le spinte inflazionistiche stavano finalmente regredendo; un'ulteriore traslazione di precedenti incrementi di prezzo veniva giudicata sempre più improbabile. Per giunta, in larga parte dell'area l'attività economica aveva cominciato a rallentare in modo inaspettatamente forte. Avevano contribuito al deterioramento la debolezza economica degli Stati Uniti e del Giappone, nonché il ritmo più moderato sia dei consumi sia degli investimenti privati. Ciò ha indotto la BCE a ridurre il tasso guida di 25 punti base. La banca centrale ha abbassato nuovamente i tassi subito dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti, in quanto le prospettive di una ripresa della crescita mondiale erano peggiorate a causa dei pesanti contraccolpi sul clima di fiducia. Analogamente alle autorità monetarie statunitensi e di molti altri paesi, la BCE ha annunciato che avrebbe fornito liquidità per assicurare il normale funzionamento dei mercati finanziari dopo gli attacchi. Fra le misure adottate figura l'introduzione il 12 settembre di aste a tasso fisso per importi indeterminati. In novembre la Banca ha ridotto i tassi per la quarta e ultima volta nel periodo in esame. Questa manovra rispecchiava la valutazione della BCE secondo cui le pressioni inflazionistiche stavano diminuendo a un ritmo soddisfacente nonostante la crescita sempre elevata di M3 (grafico IV.2), attribuita principalmente a spostamenti di portafoglio.

Nella prima parte del 2002 la BCE ha mantenuto stabili i tassi d'interesse in presenza di segnali contrastanti circa le potenziali spinte inflazionistiche. Anche se avevano cominciato a emergere segni di recupero dell'attività economica, fra cui un aumento degli indici di fiducia delle imprese e dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero, mancavano ancora solidi riscontri a sostegno di una duratura ripresa della crescita. L'introduzione delle banconote e monete in euro all'inizio dell'anno pare aver avuto solo modesti effetti sull'andamento complessivo dei prezzi; ad essa è stata attribuita parte dei rincari nel settore dei servizi. L'aumento in gennaio e febbraio dell'indice generale dei prezzi su base annua è stato ritenuto temporaneo (e attribuito a effetti di base) e non ha quindi giustificato una reazione sul piano monetario.

In aprile il manifestarsi di un'inversione nel ciclo delle scorte e le migliorate condizioni nei mercati finanziari hanno fornito ulteriori indizi positivi di una ripresa della crescita. Nello stesso tempo, gli incrementi di prezzo del petrolio e le contrattazioni salariali in corso hanno rilanciato i timori di un accumulo delle pressioni inflazionistiche. La BCE ha infine deciso nuovamente di mantenere invariati i tassi, in attesa di verificare l'evolversi della situazione.

Giappone

Agli inizi dello scorso anno l'economia giapponese ha subito un ulteriore rallentamento, entrando nella terza e più grave recessione dell'ultimo decennio.

Con il rallentamento della crescita ...

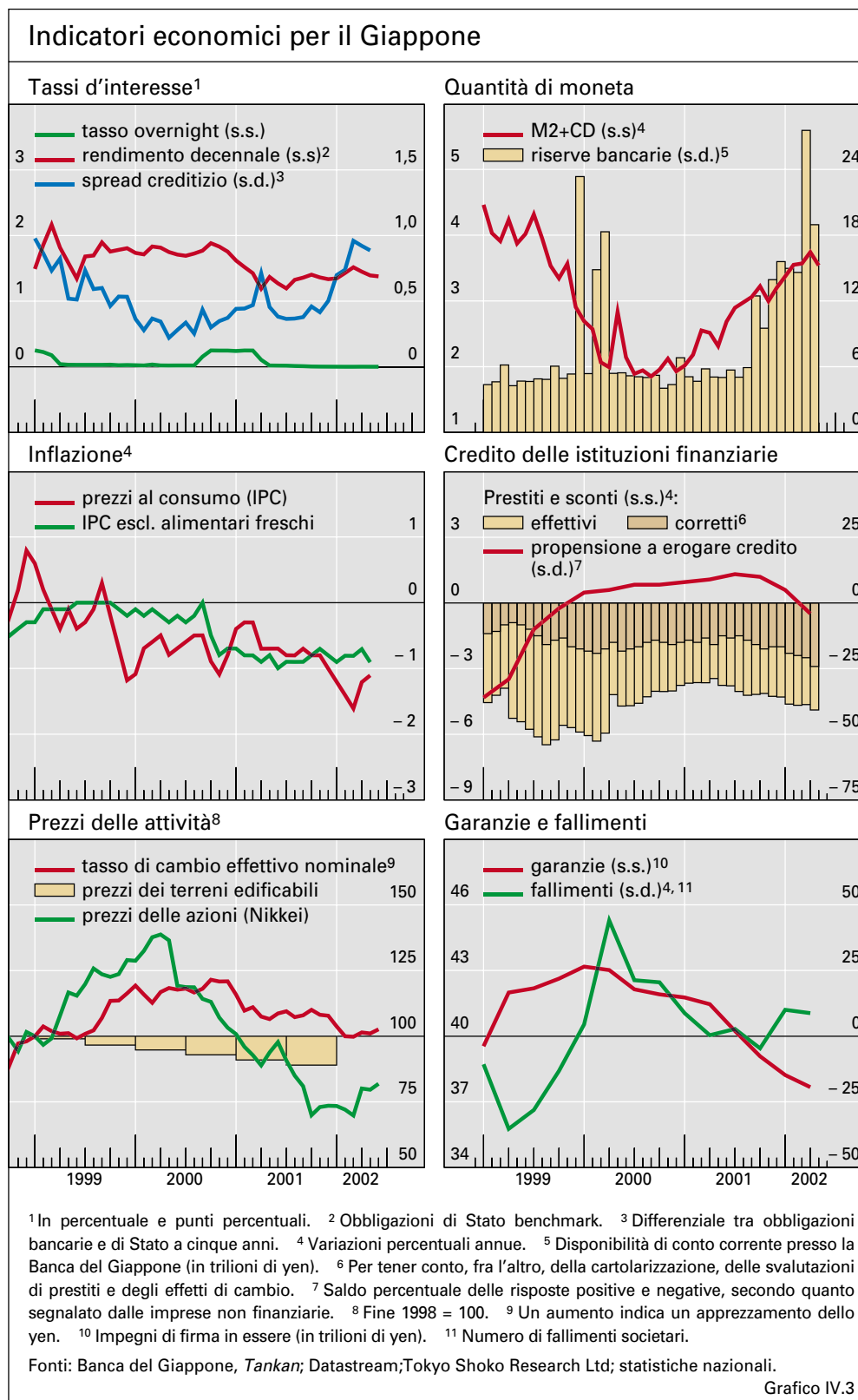
... vengono ridotti i tassi ufficiali

Agli inizi del 2002 l'orientamento monetario resta invariato ...

... anche se riaffiorano timori per l'andamento dell'inflazione

Di fronte al deterioramento delle prospettive economiche ...

La Banca del Giappone ha reagito modificando le procedure operative e introducendo un obiettivo quantitativo per il volume dei saldi di conto corrente delle banche (¥5 trilioni), che avrebbe aumentato significativamente la liquidità nel sistema. La crescita della base monetaria ha segnato una brusca accelerazione, il tasso overnight è rimasto sostanzialmente a zero,



livello in prossimità del quale sono scesi anche i rendimenti per le scadenze meno ravvicinate. Ciò nonostante, l'economia ha continuato a deteriorarsi con il trascorrere dei mesi. I corsi azionari hanno subito un drastico calo a metà anno, e il rallentamento a livello mondiale ha cominciato a incidere pesantemente sulle esportazioni giapponesi. Le autorità monetarie hanno considerato con crescente attenzione la necessità di un ulteriore allentamento e hanno infine innalzato l'obiettivo quantitativo a ¥6 trilioni in agosto. Oltre a ciò, la Banca ha incrementato gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato giapponesi.

... le condizioni monetarie vengono allentate a più riprese

Una nuova manovra distensiva è stata attuata in settembre dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti. Le autorità monetarie temevano che la destabilizzazione dei mercati finanziari potesse compromettere gli effetti positivi delle misure precedenti. La nuova manovra non innalzava esplicitamente il livello dei saldi di conto corrente, ma la Banca del Giappone si dichiarava pronta a fornire abbondante liquidità al mercato anche al di sopra dell'obiettivo. Nello stesso tempo, essa riduceva il saggio di sconto ed estendeva l'accesso alle anticipazioni. Sebbene l'espansione della base monetaria si sia in seguito accelerata, quella della quantità di moneta in senso ampio è rimasta modesta (grafico IV.3). Anche l'indebolimento dello yen nella seconda metà dell'anno, originato forse dalla distensione monetaria, è stato alquanto contenuto. A dicembre il cambio effettivo nominale superava ancora del 20% il livello di metà 1998. Nondimeno, il deprezzamento della valuta nipponica ha avuto alcuni effetti positivi, rispecchiati da un aumento delle esportazioni, dei profitti in taluni settori e del valore in yen degli investimenti all'estero.

Il deprezzamento dello yen arreca un certo sollievo ...

Il deteriorarsi delle condizioni finanziarie verso la fine dell'anno implicava che l'economia avrebbe potuto contrarsi ancora. L'incidenza dei fallimenti era aumentata, i differenziali sulle obbligazioni societarie si erano ampliati e, mentre l'indice dei corsi azionari segnava il passo, i prezzi dei titoli bancari erano scesi considerevolmente in seguito a un accumulo di prestiti in sofferenza. Inoltre, l'attività creditizia delle banche era diminuita ulteriormente, sebbene ciò rispecchiasse anche una più debole domanda di prestiti in seguito alla caduta degli investimenti fissi aziendali e al tentativo delle imprese di ridurre il grado di leva. Questi sviluppi hanno indotto la Banca del Giappone ad adottare un obiettivo esplicito molto più elevato per le riserve bancarie (¥10-15 trilioni), anche se al momento della manovra il loro livello effettivo aveva già raggiunto ¥9 trilioni. Inoltre, la Banca ha ampliato la gamma dei titoli stanziabili per le sue operazioni nell'intento di migliorare il funzionamento del mercato e l'intermediazione.

... ma le condizioni finanziarie generali peggiorano

Con il nuovo anno, il ritmo di deflazione dei prezzi al consumo si è accelerato, e le prospettive economiche sono rimaste incerte, sebbene l'espansione della base monetaria fosse salita a quasi il 30% in ragione annua. Con l'approssimarsi della fine dell'esercizio finanziario, la Banca del Giappone ha prospettato la necessità di fornire ancor maggiore liquidità al mercato. Pertanto, verso la fine di febbraio ha adottato ulteriori misure espansive, tra cui un nuovo innalzamento del livello fissato come obiettivo per le riserve bancarie.

Accelera la deflazione ...

... motivando ulteriori misure distensive ...

Nel porre in atto la sua politica di espansione monetaria, lo scorso anno la banca centrale giapponese non ha cessato di ribadire che il presupposto per

... ma restano indispensabili le riforme strutturali

umentare la domanda, rilanciare la crescita e frenare la deflazione era il conseguimento di significativi progressi nelle riforme strutturali. In particolare, essa sottolineava l'esigenza di compiere passi avanti nella soluzione del problema sempre più grave dei crediti inesigibili, anche se ciò avrebbe comportato il rischio di fallimenti aziendali. Qualora fossero sorti problemi a livello sistemico, la Banca del Giappone si dichiarava pronta a intervenire in veste di prestatore di ultima istanza. Si riteneva inoltre che la soluzione alternativa della leva fiscale per stimolare la domanda avrebbe incontrato limiti nel crescente livello del debito pubblico. Anche altre opzioni politiche presentavano una serie di svantaggi (si veda oltre).

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Effetti del rallentamento mondiale su altri paesi industriali

Nel periodo in esame i vari paesi con obiettivi di inflazione espliciti hanno avuto esperienze simili, anche se tutt'altro che identiche. In generale, questi paesi hanno subito un rallentamento congiunturale, dovuto principalmente alla debolezza delle economie maggiori. Con un'inflazione in prossimità dell'obiettivo, è stato possibile allentare le condizioni monetarie nella prima metà del 2001 (grafico IV.4). Nondimeno, sono ravvisabili chiare differenze per quanto concerne l'entità del deterioramento e le prospettive di inflazione. La crescita ha subito una forte contrazione in Canada, inducendo la banca centrale del paese, non molto diversamente da quella statunitense, a ridurre in rapida sequenza i tassi d'interesse. In altri paesi, come Regno Unito, Australia e Nuova Zelanda, l'espansione è rimasta alquanto sostenuta, grazie a una più vivace domanda interna. I tassi sono stati abbassati allorché si è delineata la possibilità di un calo del prodotto al disotto del potenziale. La Banca d'Inghilterra sembrava trovarsi in una posizione particolarmente favorevole per premunirsi contro una brusca decelerazione, in virtù di un'inflazione al disotto dell'obiettivo e della perdurante forza della sterlina. La Svezia costituisce un caso a sé, in quanto la dinamica dei prezzi ha continuato ad accelerare durante tutto lo scorso anno, spingendo la Sveriges Riksbank a inasprire la politica già in luglio.

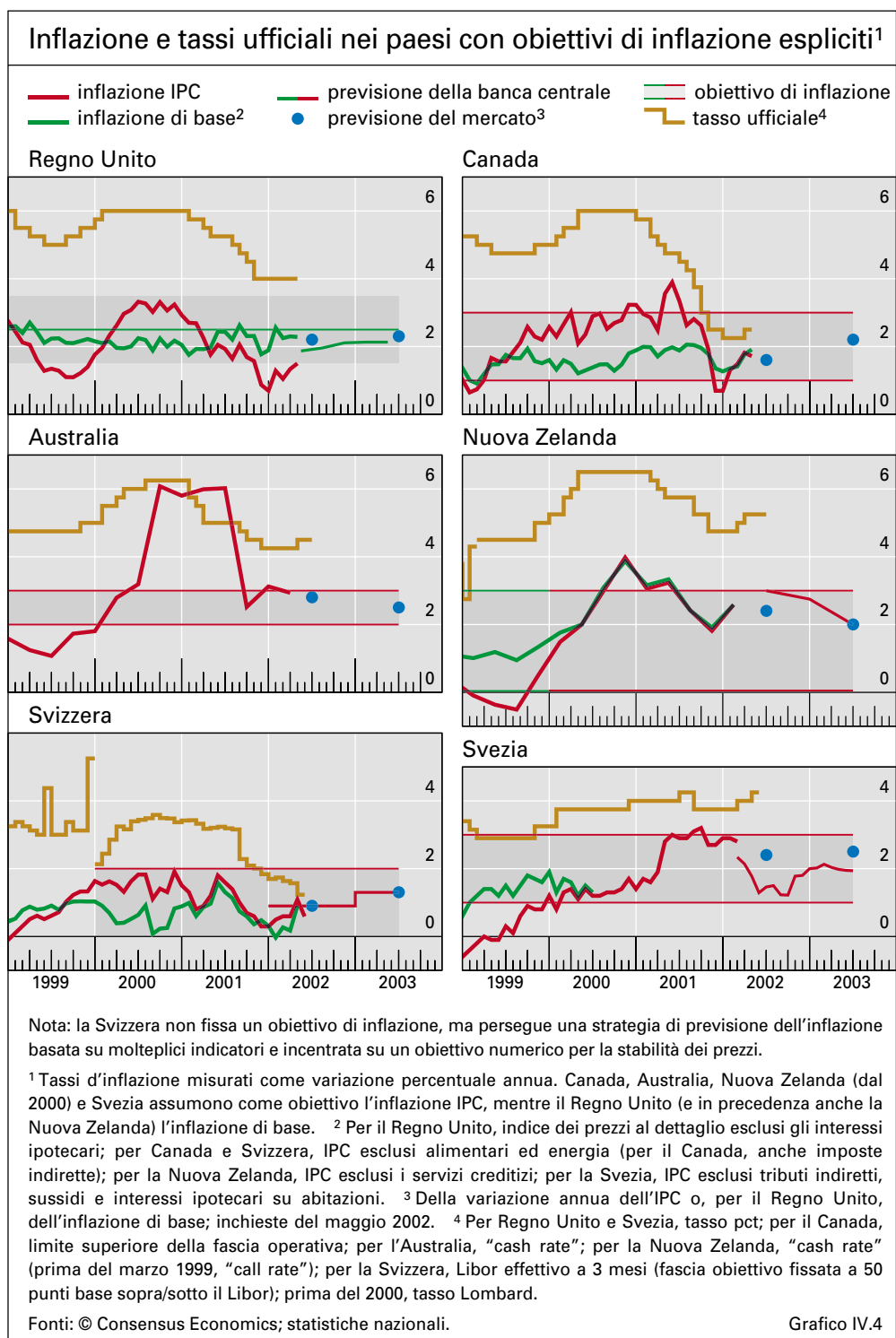
Ne ha risentito maggiormente il Canada ...

... mentre resta robusta la crescita nel Regno Unito e in Australia

Diffuse riduzioni dei tassi dopo gli eventi dell'11 settembre

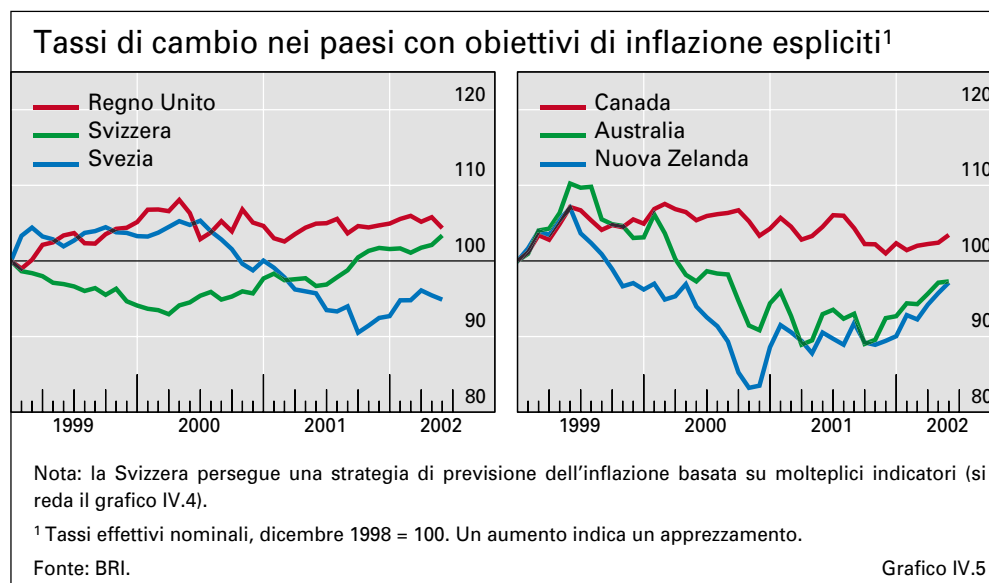
Un'ulteriore diffusa manovra di allentamento monetario è stata posta in atto all'indomani degli attacchi terroristici negli Stati Uniti. La principale preoccupazione delle autorità, così come nelle economie maggiori, era quella di evitare un crollo della fiducia dei consumatori e delle imprese in un momento già contrassegnato da grande incertezza. Una serie di iniziative ufficiali – tra cui riduzioni dei tassi, misure speciali a sostegno della liquidità e accordi di swap con la Riserva federale (già menzionati in precedenza) – è stata decisa nell'intervallo fra le riunioni prefissate. La sola eccezione è rappresentata dalla Reserve Bank dell'Australia, che ha atteso fino agli inizi di ottobre per ridurre i tassi. In seguito, poiché la domanda interna dava in generale segni di indebolimento e l'inflazione di base rimaneva prossima all'obiettivo, nella maggior parte dei paesi con obiettivi di inflazione i tassi ufficiali sono stati abbassati nuovamente verso la fine del 2001.

L'azione di espansione monetaria attuata per stimolare la domanda, in presenza di scarse opportunità esterne, avrebbe potuto creare squilibri



settoriali ovvero aggravare quelli esistenti, specie in quanto non vi era alcuna garanzia che riducendo i tassi d'interesse il cambio si sarebbe deprezzato. Ciò valeva in particolare per il Regno Unito dove, a causa della costante forza della sterlina (grafico IV.5), si erano formati da tempo ampi differenziali di crescita tra i settori orientati al mercato interno e quelli esposti alla concorrenza internazionale. Invero, nel ridurre i tassi di 1,75 punti percentuali, e quindi consentendo che il boom nell'edilizia residenziale proseguisse, la Banca

Si accentuano gli squilibri settoriali



d'Inghilterra ha implicitamente giudicato preferibile una crescita non equilibrata all'assenza di crescita.

Nei primi due mesi di quest'anno i tassi ufficiali sono rimasti invariati in tutti i paesi con obiettivi di inflazione, ad eccezione del Canada, dove la banca centrale ha ridotto ancora una volta il tasso obiettivo. In marzo, alla luce dei crescenti segnali di una prossima fine della fase contrattiva in queste e in altre economie, l'attenzione ha cominciato ad appuntarsi sulla possibilità di un'inversione nel ciclo della politica monetaria. Le banche centrali di Svezia e Nuova Zelanda sono state le prime a innalzare nuovamente i tassi verso la fine di marzo. In entrambi i paesi le pressioni inflazionistiche si stavano accumulando, e nel caso della Svezia l'inflazione aveva già superato l'obiettivo ufficiale. Anche le banche centrali di Canada e Australia hanno inasprito le condizioni monetarie, rispettivamente in aprile e maggio, innalzando i tassi ufficiali di fronte a una crescita inaspettatamente vigorosa. Per contro, la Banca Nazionale Svizzera ha ridotto il suo tasso obiettivo di $\frac{1}{2}$ punto percentuale agli inizi di maggio, nel timore che l'apprezzamento del franco potesse ostacolare la ripresa economica.

L'inizio di una fase di generale inasprimento ha sollevato interrogativi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, date le esistenti posizioni di bilancio. Il debito delle famiglie e delle imprese, specie nel Regno Unito, è salito a livelli eccezionalmente alti; in molti paesi le abitazioni hanno raggiunto valori assai elevati (Capitolo VII); e nel Regno Unito il disavanzo della bilancia corrente si è ampliato. Un netto rialzo dei tassi d'interesse è destinato ad accrescere l'onere del servizio del debito per consumatori e imprese e potrebbe causare un'inversione di tendenza nei prezzi immobiliari.

Sfide più insidiose per la politica monetaria?

Nell'ultimo decennio le economie mondiali sono entrate in una fase di inflazione bassa e relativamente stabile. Il risoluto impegno antinflazionistico

Svolta nel ciclo dei tassi ufficiali

I cambiamenti nella sfera economica ...

delle banche centrali e la loro accresciuta credibilità hanno verosimilmente avuto un ruolo primario in questa evoluzione. Vi hanno parimenti contribuito le politiche volte a migliorare il potenziale produttivo dell'economia sia nei paesi industriali sia in quelli emergenti.

Sebbene oggi i benefici di questo nuovo contesto siano dati talvolta per scontati, essi non andrebbero mai sottovalutati. In particolare, sono state create le basi per una più sostenuta crescita di lungo periodo e un'economia mondiale più stabile. Sono diminuite le distorsioni allocative associate a un'inflazione alta e variabile. Si è inoltre ampliato considerevolmente lo spazio di manovra a disposizione delle banche centrali; ad esempio, l'accresciuta credibilità ha reso meno probabile il formarsi di costose pressioni dal lato dei salari. Ed è diminuito il pericolo che una ripresa economica sia soffocata sul nascere dagli sforzi delle banche centrali volti a contrastare un'inflazione in rapido aumento.

Nello stesso tempo, come illustrato nelle precedenti sezioni, questo periodo non è stato scevro di difficoltà per le banche centrali. Sulla scia della liberalizzazione finanziaria, un primo diffuso problema riguardava il modo in cui incorporare nel quadro di riferimento della politica monetaria cicli esasperati dei prezzi delle attività, spesso coincidenti con analoghe oscillazioni del credito. Le conseguenze di tali cicli sono state particolarmente pesanti in Giappone e in altri paesi dell'Est asiatico. Un secondo problema, non disgiunto dal primo, originava dall'incertezza riguardo agli eventuali progressi dal lato dell'offerta, compresi quelli collegati all'introduzione delle nuove tecnologie informatiche, uno sviluppo manifestatosi in modo alquanto disomogeneo nei vari paesi. Più di recente, le banche centrali hanno dovuto fronteggiare un imprevisto, forte rallentamento dell'attività economica, causato insolitamente dall'esaurirsi di un boom degli investimenti.

Fatte queste premesse, la trattazione che segue tenta di individuare, sulla base dell'esperienza recente, le sfide specifiche che potrebbero porsi alle banche centrali nell'attuale contesto caratterizzato da bassa inflazione, elevata credibilità dell'impegno antinflazionistico e mercati finanziari liberalizzati. In particolare, essa analizza il modo in cui le dinamiche economiche potrebbero essere cambiate, alterando eventualmente le proprietà dei vari indicatori delle pressioni inflazionistiche e deflazionistiche e influenzando, in modi forse imprevisti, l'impostazione della politica monetaria. Un assunto di base è che, essendo le aspettative maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione, uno squilibrio di fondo tra domanda e offerta potrebbe manifestarsi più lentamente nell'inflazione rilevata. Di conseguenza, la decisione sui tempi e sull'ampiezza di una restrizione durante una fase espansiva potrebbe essere più aleatoria e per certi versi più difficile che in passato. Problemi analoghi sorgono all'atto di decidere un allentamento. Infine, la soglia inferiore zero dei tassi d'interesse nominali comporta difficoltà specifiche per la politica monetaria.

... sollevano
questioni
complesse

Individuare le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche

È possibile che gli squilibri di fondo tra domanda e offerta impieghino ora più tempo a rispecchiarsi nell'inflazione rilevata a causa di cambiamenti strutturali nel processo di formazione dei salari e dei prezzi. Anzitutto, la dichiarata

Gli squilibri
potrebbero
affiorare più
lentamente ...

volontà delle banche centrali di tenere sotto controllo l'inflazione e il concomitante aumento della loro credibilità sembrano aver contribuito ad ancorare maggiormente le aspettative a un obiettivo esplicito o implicito di inflazione. Un secondo fattore correlato di cui va tenuto conto è che la traslazione sui prezzi dei movimenti del cambio pare essere diminuita (Capitolo II). In terzo luogo, un'inflazione bassa e stabile riduce l'incentivo per imprese e lavoratori a rivedere prezzi e salari con altrettanta frequenza che in passato, favorendo la diffusione di contratti a lungo termine. Infine, con la globalizzazione sono aumentate le pressioni competitive e si è ridotto il potere di mercato delle imprese. Tutti questi fattori inducono a ritenere che l'inflazione sia oggi più stabile a un basso livello, e che si sia attenuata nel breve periodo la sua reattività a un eccesso di domanda.

... specie durante fasi di boom degli investimenti ...

Paradossalmente, l'individuazione di tali squilibri può risultare ancor più difficile in presenza di guadagni di produttività e di un boom degli investimenti poiché, almeno per un certo tempo, possono innescarsi circoli virtuosi. Un incremento della produttività concorre a moderare l'inflazione; ciò rafforza la credibilità della politica monetaria e imbriglia le aspettative inflazionistiche, contribuendo a tenere bassa l'inflazione. La migliore performance dei prezzi, a sua volta, consente di mantenere bassi i tassi d'interesse e il costo del capitale, facendo salire i profitti e i prezzi delle attività; ciò può favorire un'ulteriore espansione del credito e degli investimenti, producendo guadagni addizionali di produttività. Esempi di una simile interazione virtuosa erano riscontrabili in molti paesi durante l'espansione più recente. La questione chiave sta nel distinguere i guadagni di produttività sostenibili da quelli associati a tassi d'investimento insostenibili e irrealistiche aspettative di profitto.

... modificando il peso relativo dei rischi per i responsabili delle politiche

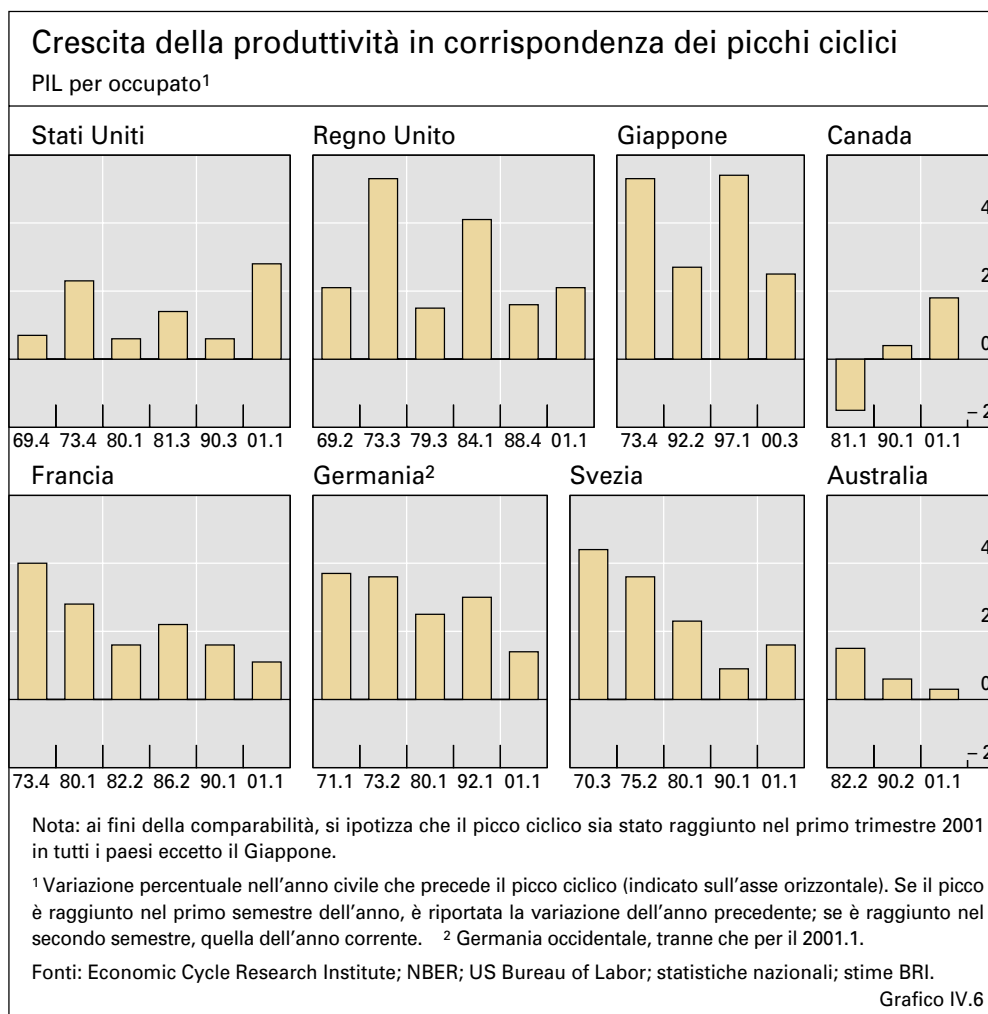
Un'espansione di questo tipo può dar luogo a un insidioso cambiamento nel peso relativo dei rischi cui sono confrontati i responsabili delle politiche. Da un lato, essa potrebbe infine sfociare in un'inflazione conclamata, né più né meno come in passato. Dall'altro lato, e forse con maggior probabilità, l'espansione potrebbe esaurirsi con il calo della domanda e dei profitti prima ancora che si renda necessario un consistente inasprimento per frenare l'ascesa dei prezzi. Dato il basso livello di partenza dell'inflazione, e a seconda della natura e della gravità degli squilibri accumulati durante la fase espansiva, non è neppure esclusa la possibilità di una deflazione.

Le incertezze riguardo agli incrementi di produttività ...

L'effetto congiunto di una risposta attenuata dell'inflazione alle pressioni della domanda e di possibili miglioramenti dal lato dell'offerta può oscurare il contenuto informativo di indicatori comunemente usati come guida per la conduzione della politica monetaria. In tali circostanze, le stime di indicatori tradizionali, come l'output gap, sarebbero soggette a maggiore incertezza. Del pari, potrebbe essere necessario diverso tempo per stabilire con una certa fondatezza se gli incrementi di produttività rilevati sono di natura ciclica o strutturale e se rispecchiano un aumento una tantum del livello di produttività oppure una modifica del suo ritmo di crescita.

... complicano le stime dell'output gap ...

Le implicazioni di queste problematiche per i responsabili delle politiche sono illustrate con molta chiarezza dal dibattito sulla natura e sull'incidenza nei vari paesi dei guadagni di produttività associati all'introduzione di nuove

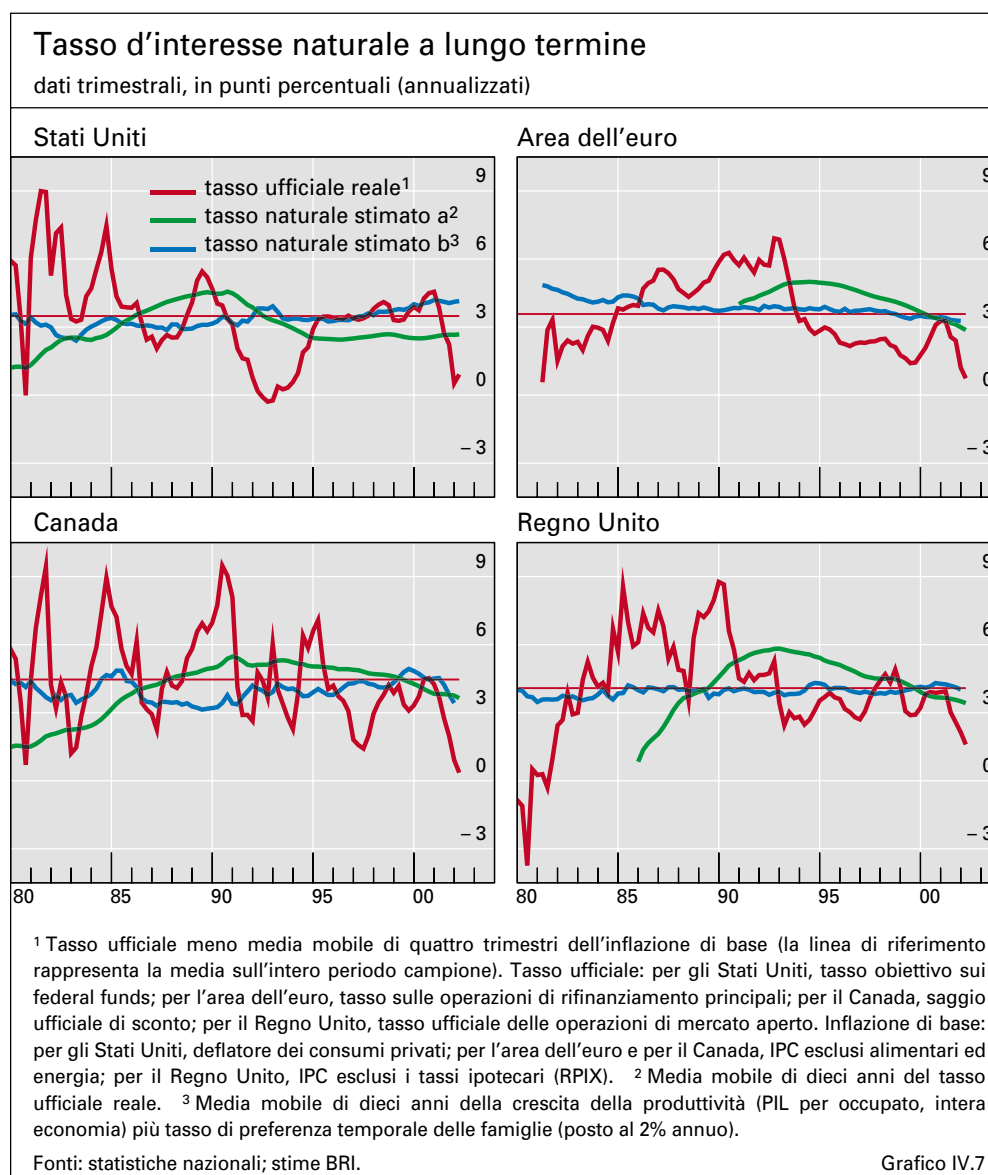


tecnologie informatiche. È occorso parecchio tempo negli Stati Uniti per giungere a un giudizio fondato sulla natura e sostenibilità di tali guadagni, laddove i principali elementi di riscontro erano l'alto tasso di crescita della produttività al picco della fase ciclica, e soprattutto la sua tenuta durante la breve decelerazione (grafico IV.6). Simili incertezze di valutazione sono state incontrate anche altrove. Tuttavia, tranne poche eccezioni, non sono emersi i segni tangibili a lungo attesi di eccezionali incrementi di produttività, nonostante la diffusione in molti paesi delle tecnologie informatiche. Tali valutazioni erano e sono tuttora complicate da fattori metodologici e specificità strutturali a livello di singolo paese. In Europa, ad esempio, le differenze nelle tecniche di rilevazione statistica e le misure a sostegno dell'occupazione possono in parte celare l'andamento di fondo della produttività. Inoltre, l'esperienza delle economie che hanno subito gravi recessioni dopo un prolungato boom trainato dagli investimenti, come il Giappone e altri paesi dell'Est asiatico, suggerisce che le stime della crescita potenziale di lungo periodo potrebbero essere poco attendibili. In quei paesi le valutazioni inizialmente più alte durante il boom sono state drasticamente corrette verso il basso dopo le crisi.

Incertezze analoghe sorgono in merito a un indicatore oggetto di crescente attenzione, ossia il tasso d'interesse naturale, definito comunemente

... e del tasso d'interesse naturale

come il tasso reale a breve compatibile con una crescita sostenibile non inflazionistica. Su questa base, se il tasso effettivo ex ante è inferiore (superiore) al tasso naturale, la politica monetaria è considerata espansiva (restrittiva). Poiché il tasso naturale può oscillare nel corso del ciclo in risposta a vari sviluppi imprevedibili, difficili da individuare con esattezza, può essere più facile stimare il suo valore medio (di lungo periodo), acquisendo così un parametro di riferimento per l'indirizzo della politica monetaria su orizzonti temporali lunghi. Un modo di misurare la media consiste nell'impiegare i dati sull'economia reale, poiché il tasso naturale di lungo periodo dovrebbe variare in funzione dei cambiamenti nella crescita della produttività a lungo termine. Ad esempio, le stime basate su una media mobile degli incrementi di produttività indicano che negli anni novanta il tasso naturale di lungo periodo è salito leggermente negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada, ma è calato nell'area dell'euro (grafico IV.7). Questo metodo è tuttavia soggetto alle stesse incertezze che caratterizzano tutte le stime sulla crescita tendenziale della produttività. Un approccio alternativo consiste nell'assumere la media dei



tassi reali a breve osservati ex post. Anche questa metodologia può rivelarsi inaffidabile qualora durante il periodo di riferimento vi siano sistematici scostamenti tra inflazione attesa ed effettiva.

Queste considerazioni suggeriscono che potrebbe essere utile attribuire maggior peso ad altri possibili indicatori del disallineamento di fondo tra domanda e offerta. L'alternativa più ovvia è una stima basata sugli squilibri finanziari. In particolare, l'esperienza dell'ultimo decennio indica che la concomitanza di incrementi insolitamente rapidi del credito e dei prezzi delle attività può segnalare un'espansione economica insostenibile, in quanto tali aumenti tendono ad accompagnarsi a un'attenuata percezione dei rischi e a un'eccessiva formazione di capitale (Capitolo VII). Le conseguenti distorsioni nei bilanci e nelle decisioni di investimento possono a loro volta rendere l'economia più vulnerabile a un rallentamento e condurre a gravi tensioni finanziarie. Ingenti afflussi di capitale e pressioni al rialzo sul cambio sono spesso sintomi concomitanti, come nel caso dei paesi dell'Est asiatico. Anche la rapida crescita di altri aggregati quantitativi, come l'offerta di moneta in senso ampio, può svolgere un ruolo complementare.

Nello stesso tempo, una valutazione complessiva degli squilibri finanziari richiede cautela (Capitolo VII). E ciò in quanto per determinare se l'espansione creditizia e il rialzo dei prezzi delle attività sono "eccessivi", occorre stabilire altresì qual è la loro dinamica sostenibile. L'esperienza del passato può essere utile, ma una valutazione della sostenibilità implica in definitiva una stima della crescita della produttività nel lungo periodo. Inoltre, per ottenere stime fondate degli squilibri finanziari è necessaria un'accurata analisi di un'ampia gamma di fattori. Vi figurano la costellazione dei prezzi delle attività (azioni, immobili commerciali e residenziali), la composizione settoriale del credito e, in ultima analisi, anche la solidità delle istituzioni finanziarie. Infine, il comportamento di singoli elementi può essere determinato anche da fattori non correlati con un eccesso di fondo della domanda. Ad esempio, sebbene il forte aumento del gap monetario reale prodottosi lo scorso anno nell'area dell'euro (grafico IV.2) potesse teoricamente segnalare un significativo accumulo di squilibri monetari, questa particolare evoluzione è in buona parte attribuibile a fattori speciali, tra cui una fuga verso attività liquide dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti.

Quando decidere un inasprimento

L'assenza di manifeste pressioni inflazionistiche solleva il quesito di come la politica monetaria possa agire in maniera sufficientemente preventiva in un periodo di crescita rapida. Ciò non sarebbe di per sé un problema se la stabilità dell'inflazione avesse accresciuto i margini di manovra monetaria e se nel nuovo contesto gli sfasamenti nel meccanismo di trasmissione si fossero ridotti. Entrambi questi punti sono considerati di seguito.

I miglioramenti dal lato dell'offerta implicano alcune complesse considerazioni sul piano della manovra monetaria. Se vi è un aumento permanente nella crescita della produttività il tasso d'interesse naturale di lungo periodo sale (grafico IV.7). Ceteris paribus, ne consegue che la banca centrale dovrà prima o poi innalzare i tassi d'interesse nominali. Qualora non lo

Utile l'impiego di indicatori degli squilibri finanziari?

Fra le questioni da considerare ...

... i progressi dal lato dell'offerta dell'economia ...

facesse, vi sarebbe il pericolo di alimentare un boom insostenibile. Tuttavia, se l'incremento del prodotto potenziale esercitasse inizialmente considerevoli pressioni al ribasso sui prezzi, potrebbe essere desiderabile ridurre i tassi nel breve periodo. In condizioni simili, non sarebbe facile stabilire i tempi e l'ampiezza appropriati delle variazioni dei tassi, specie laddove vi sia incertezza circa la natura permanente ovvero transitoria del mutato ritmo di crescita della produttività.

... le pressioni sul piano dell'economia politica ...

Anche nel caso in cui le banche centrali siano in grado di individuare prontamente un eccesso di domanda sottostante, considerazioni di economia politica potrebbero rendere difficile un inasprimento in assenza di incrementi effettivi nell'inflazione rilevata. Nonostante il maggior grado di autonomia di cui godono oggi molte banche centrali, queste possono incontrare difficoltà nell'innalzare i tassi se risulta che l'obiettivo dichiarato di politica monetaria – un'inflazione bassa e stabile – è stato di fatto raggiunto.

... e le discrepanze a livello di settori

Inoltre, la decisione di inasprire la politica monetaria potrebbe essere complicata, come in passato, dall'esistenza di ampie differenze negli andamenti dei settori e nella loro reattività alla manovra monetaria. In tale situazione, una linea di condotta unica non sarebbe in grado di soddisfare esigenze settoriali disparate. Ne è un esempio recente la crescita relativamente più rapida del settore tecnologico. Tale settore era evidentemente molto più sensibile ai movimenti dei corsi azionari che non ai tassi d'interesse a lungo termine, a causa di una struttura di finanziamento fortemente incentrata sul capitale azionario. D'altra parte, è prevedibile che i settori a crescita più lenta esercitino pressioni sulle autorità affinché le condizioni monetarie non siano inasprite, come nel Regno Unito in anni recenti.

Talune analogie nelle situazioni affrontate dalle banche centrali giapponese e statunitense ...

Il tipo di questioni da affrontare nel decidere una restrizione monetaria è bene illustrato dall'esperienza del Giappone alla fine degli anni ottanta. La Banca del Giappone riscontrò che la concomitanza di una vigorosa crescita della produttività, forti rialzi dei prezzi delle attività e bassa inflazione rendeva obiettivamente molto difficile una manovra restrittiva nel momento in cui gli squilibri si andavano accumulando. In effetti, la banca centrale fu oggetto di considerevoli pressioni, anche da parte della comunità internazionale, a favore del mantenimento di bassi tassi d'interesse. Nonostante alcune importanti differenze nel contesto di fondo, la Riserva federale si è trovata ad affrontare una situazione analoga durante il ciclo più recente. In questo caso, le autorità sono state del parere che le prospettive di crescita a lungo termine erano migliorate e che il sistema finanziario era fondamentalmente sano. Pertanto, in un primo momento esse si sono astenute dall'inasprire significativamente le condizioni monetarie, apportando più ampi aumenti in seguito, quando il ritmo di espansione era giudicato ormai insostenibile. Ma l'esigenza manifesta di una manovra restrittiva era mitigata dal fatto che l'inflazione si manteneva a livelli relativamente modesti.

... producono reazioni simili ...

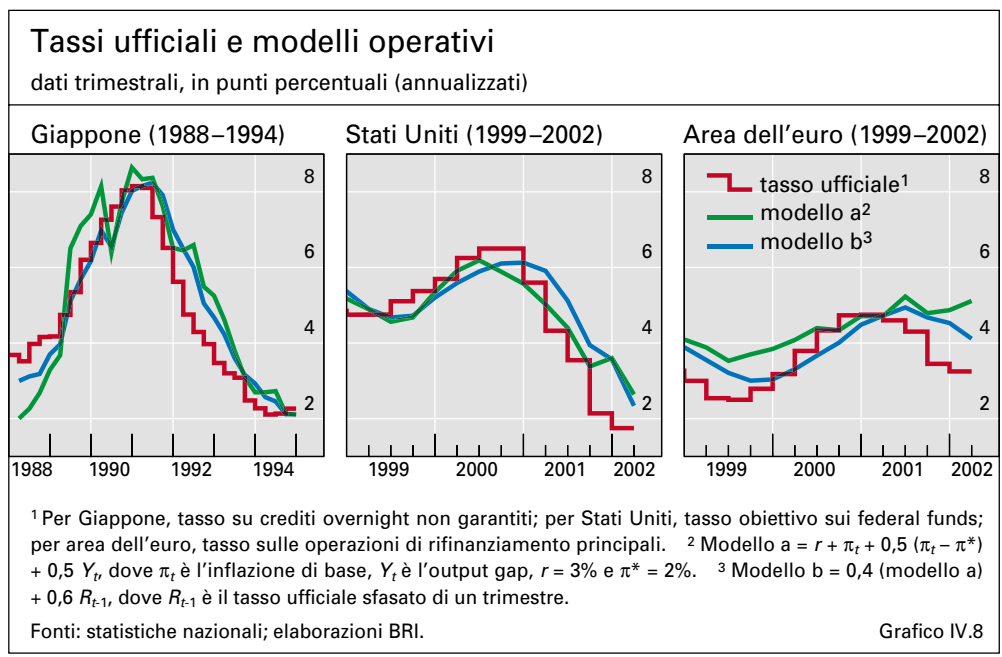
Con il senno del poi, alcuni hanno sostenuto che una precoce manovra restrittiva in Giappone avrebbe permesso di mitigare l'accumulo di capitale non redditizio, l'esposizione delle banche e la successiva contrazione congiunturale. Tuttavia, l'individuare e il porre in atto la giusta linea d'azione in tempo reale è compito ben più arduo. In effetti, i modelli tradizionali basati

sull'output gap e sull'andamento dell'inflazione, comunemente impiegati per descrivere l'orientamento della banca centrale, indicano che l'indirizzo seguito in Giappone non si discostava palesemente dall'esperienza precedente (grafico IV.8). Stime sull'aumento degli squilibri finanziari, e sulle conseguenti distorsioni nelle scelte di investimento, avrebbero potuto essere utili alla formulazione della politica. Nello stesso tempo, la complessità dei giudizi necessari a valutare e affrontare tali squilibri è esemplificata dagli andamenti finora assai meno traumatici negli Stati Uniti (si veda il grafico summenzionato). In questo paese, nonostante politiche grosso modo simili e alcune analogie nelle condizioni di base, la recessione è stata molto più blanda. L'assenza di distorsioni nei prezzi degli immobili commerciali, la dispersione dei rischi attraverso i mercati dei capitali e l'accresciuta solidità del sistema bancario negli Stati Uniti hanno contribuito a una maggiore resilienza di fronte al brusco deterioramento ciclico (Capitolo VII).

... ma esiti diversi

La difficoltà di agire in modo sufficientemente preventivo nel nuovo contesto avrebbe minore rilevanza se, come appare plausibile, fosse ora diminuita la necessità stessa di agire d'anticipo. Anzitutto, nella misura in cui le aspettative inflazionistiche sono ben ancorate, le banche centrali dispongono di più tempo per valutare le condizioni economiche prima di prendere iniziative, senza rischiare con ciò un aumento significativo dell'inflazione. Naturalmente, questo maggiore spazio di manovra esiste fintantoché non vi è un accumulo di squilibri, che potrebbe comportare maggiori costi in seguito. In secondo luogo, gli sfasamenti nella trasmissione degli impulsi monetari alla domanda aggregata potrebbero essersi ridotti con il progresso tecnologico e i cambiamenti intervenuti nei mercati finanziari. Gli elementi a sostegno di questa ipotesi derivano in buona parte dall'esperienza degli Stati Uniti. L'adozione di modelli "just-in-time" per la gestione delle scorte è un esempio di come le decisioni di spesa possano reagire oggi più rapidamente ai cambiamenti nelle condizioni economiche. Inoltre, la più ampia partecipazione

Potrebbe essere diminuita la necessità di agire preventivamente



delle famiglie ai mercati azionari ha probabilmente accresciuto gli effetti di ricchezza sui consumi (Capitolo II).

Quando decidere un allentamento

I problemi nel misurare gli squilibri hanno implicazioni, oltre che per una manovra restrittiva, anche per un allentamento monetario. Inoltre, le decisioni in senso distensivo devono tener conto anche di talune asimmetrie in grado di influenzare le dinamiche economiche.

Asimmetrie
nell'efficacia della
manovra
monetaria

In primo luogo, la natura della precedente fase espansiva può condizionare l'efficacia della politica di allentamento a seconda dell'intensità e del grado di diffusione degli squilibri accumulati durante tale fase. Come indica l'esperienza a partire dai primi anni novanta, uno stock di capitale in eccesso ed eventuali tensioni finanziarie possono rappresentare un ostacolo rilevante. In questi casi, l'efficacia di una manovra distensiva è per lo più limitata a quelle componenti della domanda in cui gli squilibri sono meno pronunciati. Ad esempio, mentre le riduzioni dei tassi non sembrano aver avuto molto effetto nel moderare la forte flessione della spesa per investimenti durante la contrazione ciclica dello scorso anno, i consumi hanno continuato a crescere vigorosamente in quanto le famiglie hanno tratto beneficio dal più basso costo del credito (si veda quanto detto in precedenza, nonché il Capitolo II).

I vincoli derivanti
dallo "zero lower
bound"

Una seconda questione concerne il vincolo posto sui tassi d'interesse nominali dallo "zero lower bound (ZLB)", ossia la soglia inferiore zero. A questo riguardo, si pongono due quesiti. Il primo verte sul modo di condurre la politica monetaria allorché i tassi scendono a livelli ai quali il rischio di toccare lo ZLB non può più essere escluso. Questo aspetto è diventato rilevante lo scorso anno quando i tassi a breve si sono avvicinati ai minimi storici, come negli Stati Uniti. Il secondo quesito riguarda le misure che si possono adottare quando la soglia zero è stata raggiunta, come in Giappone.

I due possibili
approcci sono ...

... un cauto
gradualismo ...

... o una manovra
aggressiva

Vi sono almeno due contrapposti orientamenti su come allentare la politica monetaria quando il vincolo del tasso zero minaccia di diventare operante. Un approccio prevede di ridurre i tassi d'interesse lentamente (ossia, di "modulare" le variazioni dei tassi). Questo metodo più cauto permette di "risparmiare munizioni" nel caso in cui la domanda non sia inizialmente reattiva. L'approccio alternativo punta su una riduzione aggressiva dei tassi nel tentativo di stimolare rapidamente la domanda. Questo tipo di politica reagisce fortemente agli sviluppi correnti e attesi, senza porsi il problema di modulare le variazioni dei tassi nel tempo. L'obiettivo è quello di evitare una fase prolungata di debolezza economica, riducendo la probabilità che lo ZLB diventi vincolante.

Sebbene il gradualismo sia in linea generale una caratteristica auspicabile per una strategia monetaria, una politica più aggressiva può presentare vantaggi qualora vi sia il rischio di raggiungere lo ZLB. In tempi normali, un comportamento inerziale può essere efficace nella misura in cui, rendendo più persistenti le variazioni dei tassi, induce l'opinione pubblica ad attendersi che ogni modifica si protragga più a lungo. Ciò può esercitare un influsso maggiore sui rendimenti a lungo termine, che paiono avere più rilevanza nelle decisioni di spesa in molti paesi (specie in Europa), e nello stesso tempo

promuovere la stabilità finanziaria riducendo la variabilità dei tassi a breve. Tuttavia, quando i tassi ufficiali si stanno avvicinando allo ZLB una risposta più aggressiva, ma controllata, alle condizioni economiche può accrescere l'impatto immediato sulla domanda, anche in virtù degli effetti sul clima di fiducia e sui bilanci delle imprese. Per le stesse ragioni, essa potrebbe limitare di per sé il rischio di raggiungere lo ZLB.

In questo ambito, alle banche centrali vengono comunemente attribuite preferenze diverse. In particolare, la Banca del Giappone è stata talvolta criticata per aver attuato un allentamento troppo cauto dopo il primo forte calo dei prezzi delle attività agli inizi degli anni novanta. La Riserva federale, per contro, è parsa in genere ridurre i tassi in modo molto più aggressivo, sia di recente sia nell'autunno 1998 durante le turbolenze del mercato finanziario. La BCE viene solitamente collocata in una posizione intermedia.

Sebbene esistano certamente differenze di strategia, un esame più formalizzato sulla base di modelli di riferimento indica che esse non vanno sopravvalutate (grafico IV.8). Ove si tenga conto delle dinamiche del prodotto e dell'inflazione, i contrasti tra le politiche delle tre banche centrali risultano meno evidenti, se non altro nel periodo immediatamente successivo alle fasi contrattive considerate. Al tempo stesso, è possibile che le differenze nelle condizioni di fondo alterino i termini del raffronto. Nell'esperienza più recente ha certamente contato la necessità di sostenere la fiducia dopo gli eventi dell'11 settembre 2001.

L'importanza di evitare il vincolo della soglia zero è illustrata dall'esperienza del Giappone, dove la banca centrale ha incontrato notevoli difficoltà nel rilanciare l'economia. Con tassi a breve praticamente nulli, le opzioni disponibili erano fortemente limitate. Un percorso seguito dalla Banca è stato quello di immettere liquidità aggiuntiva nell'economia mediante un'espansione quantitativa delle riserve bancarie. Tuttavia, come si è detto in precedenza, questa politica non sembra aver avuto finora molto successo nell'accrescere la domanda. Una seconda opzione, di cui la Banca del Giappone si è avvalsa più di recente, è consistita nell'incrementare gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato nazionali. Anche l'efficacia di questa strategia può ridursi se i tassi a lungo termine sono già molto bassi. La banca centrale potrebbe acquistare altre attività interne, come titoli di debito societari, azioni e beni immobiliari. Ciascuna di queste alternative potrebbe contribuire a rivitalizzare un mercato depresso. Tuttavia, la detenzione di tali attività coinvolgerebbe direttamente la banca centrale nell'intermediazione del rischio di credito, la esporrebbe a perdite finanziarie e, in definitiva, metterebbe in discussione la sua stessa autonomia.

Un'altra possibilità, che è stata al centro dell'attenzione pubblica, è il deprezzamento del cambio come strumento per stimolare l'attività economica. A tal fine, la banca centrale o il governo potrebbero pronunciarsi pubblicamente in favore di una moneta più debole, effettuare massicci interventi o persino ancorare il cambio a un livello più basso. Nondimeno, anche questa alternativa presenta una serie di svantaggi. Sebbene il recente deprezzamento dello yen abbia avuto alcuni effetti positivi, non ultimo quello di migliorare la redditività del settore di esportazione, i benefici complessivi in termini di

Raffronto tra le risposte delle banche centrali

Fra le opzioni disponibili ...

... vi è il deprezzamento del cambio

produzione e prezzi sono attenuati dal fatto che l'economia giapponese è relativamente chiusa. Inoltre, un efficace deprezzamento iniziale potrebbe essere di durata breve se altri paesi rispondessero in modo analogo.

Queste argomentazioni indicano che, una volta raggiunto lo ZLB, l'efficacia della politica monetaria è seriamente compromessa. Un presupposto per salvaguardare tale efficacia è l'attuazione di politiche micro e macroeconomiche di sostegno. Nel caso del Giappone, in particolare, sono essenziali – come ha affermato la banca centrale – riforme strutturali e soprattutto il risanamento dei settori finanziario e societario.

Problemi specifici possono sorgere allorché è necessario ripristinare un livello più normale dei tassi d'interesse dopo che questi sono rimasti in prossimità dello zero o, più in generale, a livelli insolitamente bassi per diverso tempo. In queste circostanze, un aumento imprevisto dei tassi potrebbe scatenare tensioni nel sistema finanziario. Questo pericolo sussiste se durante il periodo di anomala configurazione dei tassi gli operatori di mercato hanno assunto posizioni ad alto grado di leva in previsione di un protrarsi di tali condizioni. Ad esempio, la brusca inversione dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti nel 1994 viene talvolta attribuita in parte a una situazione di questo tipo. In siffatto contesto, le banche centrali potrebbero ritenere utile preparare i mercati prima di un iniziale aumento dei tassi (si veda sopra).

Sintesi

Per concludere, si può affermare che l'aver portato sotto controllo l'inflazione è stato un risultato molto importante. Sono state create le basi per una migliore prestazione di lungo periodo dell'economia mondiale ed è stato ampliato lo spazio di manovra a disposizione delle autorità monetarie. Nello stesso tempo, la situazione attuale non è esente da problemi. Questi potrebbero essere più insidiosi di quelli affrontati durante la precedente lotta contro un'inflazione alta e instabile. Le banche centrali dovranno rimanere quanto mai vigili.

Un rischio fondamentale nel nuovo contesto è che potrebbe risultare più difficile agire in via preventiva a causa delle mutate dinamiche economiche e per considerazioni di economia politica. In particolare, e alquanto paradossalmente, ora che le aspettative sono maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione e sorrette dalla credibilità delle banche centrali, potrebbe trascorrere più tempo prima che disallineamenti di fondo tra domanda e offerta si manifestino nell'andamento dei prezzi. In queste condizioni, vi è motivo di ritenere che nella definizione della politica monetaria potrebbe essere utile attribuire maggior peso a misurazioni degli squilibri finanziari, in particolare a una concomitanza di incrementi insolitamente rapidi degli aggregati creditizi e dei prezzi delle attività, quali indizi di tali disallineamenti. Senza dubbio, si renderà necessario ancora molto lavoro di analisi per comprendere le dinamiche economiche in questo mutato contesto e per trarne solide conclusioni sul piano delle politiche.