

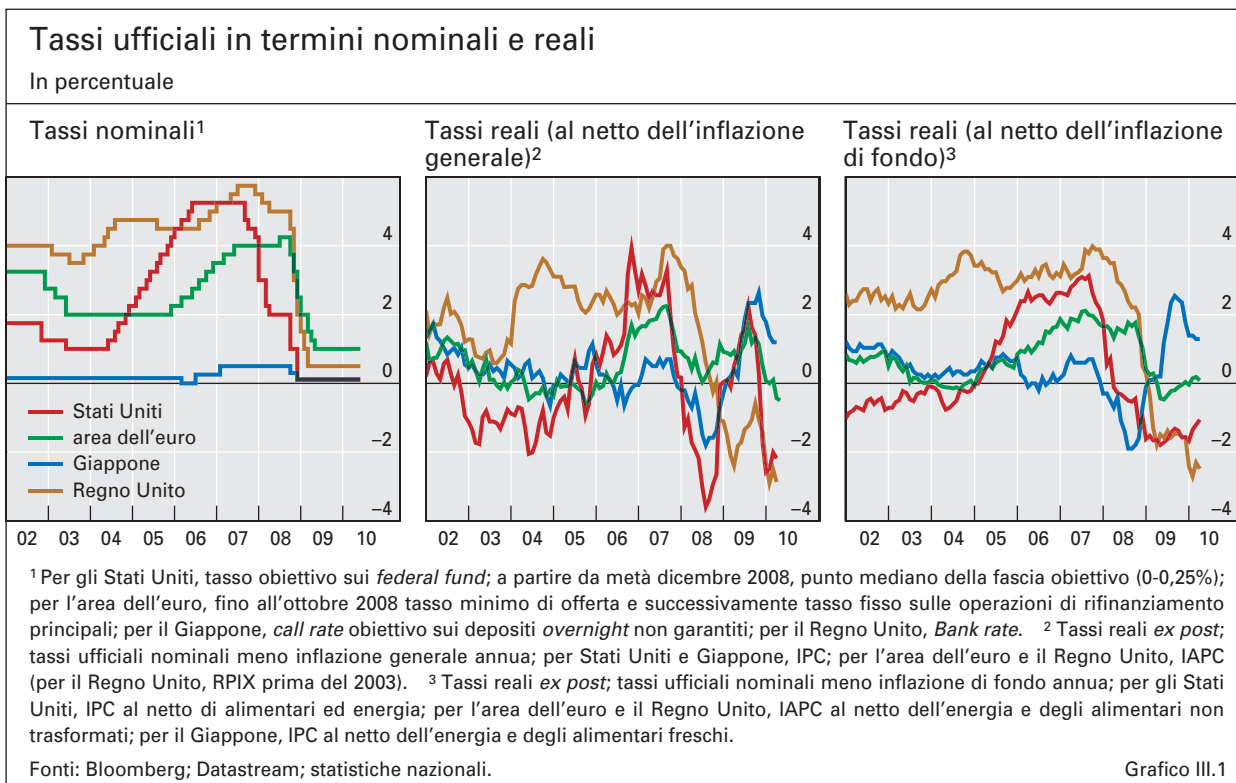
III. Bassi tassi di interesse: i rischi superano i benefici?

Nel corso della crisi le banche centrali hanno tagliato i tassi ufficiali ...

Di fronte alla contrazione economica causata dalla turbolenza finanziaria le banche centrali di tutto il mondo hanno reagito in un primo tempo tagliando aggressivamente i tassi di interesse. A seguito di ciò, i tassi ufficiali nelle principali economie avanzate si aggirano attualmente tra lo zero e l'1%, lasciando margini di manovra scarsi o nulli per gestire eventuali ulteriori shock negativi (grafico III.1). In termini reali, i tassi si situano intorno allo zero nell'area dell'euro e sono negativi nel Regno Unito e negli Stati Uniti. In Giappone, viceversa, una leggera deflazione ha riportato i tassi reali sopra lo zero.

... e adottato misure non convenzionali di politica monetaria

Con il peggiorare della crisi le banche centrali hanno fatto ricorso a politiche non convenzionali nel tentativo di evitare ciò che per molti osservatori minacciava di diventare una seconda Grande Depressione¹. In particolare, hanno fornito abbondante liquidità in moneta nazionale, si sono avvalse di meccanismi di swap per offrire valuta estera agli intermediari nei rispettivi paesi e sono intervenute nei mercati del reddito fisso. Queste misure hanno notevolmente accresciuto le dimensioni dei loro bilanci e ne hanno alterato la composizione (grafico II.4). I governi hanno integrato la risposta delle banche



¹ Sulle misure non convenzionali di politica monetaria, cfr. C. Borio e P. Disyatat, "Unconventional monetary policies: an appraisal", *BIS Working Papers*, n. 292, novembre 2009 e BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitoli III e IV.

centrali intervenendo a sostegno di singole società finanziarie e fornendo un consistente stimolo fiscale (Capitolo V).

Nei primi mesi del 2010, quando il pericolo di un tracollo finanziario sembrava scongiurato e la macroeconomia pareva avviata verso la ripresa, i responsabili delle politiche nelle maggiori economie avanzate hanno cominciato a considerare le opzioni disponibili per liquidare le posizioni assunte in connessione con la crisi². Anche se gli sviluppi nel mercato del debito sovrano greco e le connesse turbolenze in aprile e maggio hanno indotto talune banche centrali a rivedere i tempi di uscita previsti, non è cambiato l'impegno a muoversi in tale direzione. L'abbandono delle politiche monetarie non convenzionali non dovrà necessariamente coincidere con il rialzo dei tassi di interesse. L'esatta sequenza delle strategie di uscita in questi due ambiti sarà probabilmente diversa nei vari paesi a seconda della rapidità relativa di recupero dei mercati finanziari e dell'attività reale.

Le autorità hanno iniziato a ponderare le strategie di uscita

Nell'affrontare tali decisioni le autorità dovranno considerare le distorsioni causate dal protrarsi di condizioni monetarie accomodanti. Dopotutto, il perdurante basso livello dei tassi di interesse è stato individuato da molti come un importante fattore che ha contribuito alla crisi (cfr. BRI, 79^a *Relazione annuale*, Capitolo I). Nello stesso tempo, esse dovranno analizzare attentamente anche le anomalie provocate dagli strumenti non convenzionali di politica monetaria, come le distorsioni di prezzo nei mercati obbligazionari che possono originare dalle modifiche dei requisiti fissati per le attività stanziabili in garanzia nelle operazioni pronti contro termine e dagli acquisti di attività effettuati dalle banche centrali stesse. I livelli artificialmente alti dei prezzi delle attività in alcuni mercati possono ritardare la necessaria ristrutturazione dei bilanci del settore privato. A ciò si aggiungono le distorsioni nell'attività di mercato risultanti dall'accresciuto ruolo di intermediazione assunto dalle banche centrali durante la crisi. Inoltre, gli acquisti di attività hanno esposto le autorità monetarie a considerevoli rischi di credito che, insieme alla mutata composizione dei bilanci, potrebbero sottoporle a pressioni politiche.

I bassi tassi di interesse e le politiche non convenzionali causano distorsioni ...

Il passato offre scarse indicazioni sulla portata economica degli effetti collaterali prodotti da politiche monetarie non convenzionali; vari sono invece i precedenti storici di distorsioni derivanti dai bassi tassi di interesse. Il presente capitolo ne esamina i rischi nel contesto attuale, sostenendo che, se non affrontati tempestivamente, essi potrebbero gettare i semi di problemi sul piano sia interno sia internazionale. In questa disamina si fa riferimento agli insegnamenti tratti dagli eventi culminati nella crisi finanziaria del 2007-09 e dall'esperienza giapponese a partire dalla metà degli anni novanta.

... che potrebbero creare problemi in futuro

Effetti collaterali a livello nazionale

I precedenti episodi di bassi tassi di interesse indicano che a una politica monetaria accomodante si possono accompagnare boom del credito, rialzi dei prezzi delle attività, flessioni dei premi al rischio e una corsa ai rendimenti.

² Alcuni strumenti non convenzionali di politica monetaria sono già stati revocati o si sono esauriti automaticamente con la ripresa dei mercati.

I bassi tassi di interesse avevano causato allocazioni distorte prima della crisi ...

... e ora ritardano il necessario aggiustamento

Negli anni antecedenti la crisi questo insieme di fattori aveva causato gravi distorsioni nell'allocazione delle risorse, come mostra l'eccessiva espansione dei settori finanziario e delle costruzioni. I necessari aggiustamenti strutturali sono onerosi e richiederanno tempo.

Nello scenario attuale i bassi tassi ufficiali sollevano ulteriori problemi in quanto si accompagnano a rendimenti a lungo termine ben più elevati. Ciò potrebbe comportare una crescente esposizione al rischio di interesse, nonché ritardi nella ristrutturazione dei bilanci dei settori privato e pubblico. La situazione è complicata anche dal fatto che i bassi tassi di interesse potrebbero aver causato un ridimensionamento persistente dell'attività sul mercato monetario, rendendo potenzialmente più delicato il rientro dall'allentamento monetario.

Diminuzione del rischio misurato e percepito

Il basso livello dei tassi ha ripercussioni sulle misure e sulla percezione del rischio ...

Stando ai modelli economici tradizionali, un calo dei tassi di interesse reali, se considerato duraturo, accelera l'espansione del credito. Esso fa inoltre lievitare i prezzi delle attività in quanto riduce il fattore di sconto sui flussi di cassa futuri. A parità di altre condizioni, ciò comporta un aumento di valore delle garanzie reali che potrebbe indurre le società finanziarie a erogare un maggior volume di credito e a innalzare il proprio grado di leva per acquistare attività più rischiose. La crescita dei prezzi delle attività si associa spesso anche a una minore volatilità di prezzo, che trova riflesso nei valori ridotti dei parametri comunemente usati per stimare la rischiosità dei portafogli, come il valore a rischio (VaR)³. Questi fattori a loro volta rafforzano la quantità di capitale investita in attività rischiose e l'andamento rialzista dei prezzi delle attività, e determinano un ulteriore abbassamento dei valori osservati degli spread di rischio.

... un meccanismo che aveva contribuito al rialzo dei prezzi delle attività prima della crisi ...

Tale meccanismo è considerato da più parti come un importante fattore all'origine dell'incremento dei prezzi delle attività e del calo dei differenziali di rischio nel periodo antecedente la crisi del 2007-09. L'avvento di quest'ultima ha successivamente provocato un'impennata dei premi al rischio, la brusca caduta del valore delle attività, un aumento del VaR e perdite per gli investitori, compresi gli operatori con alti livelli di indebitamento, che difficilmente erano in grado di sopportarle. L'inversione dei prezzi ha innescato la richiesta di margini addizionali di garanzia e una massiccia corsa alle vendite, generando nuove flessioni dei prezzi.

... e potrebbe essere di nuovo all'opera oggi

A partire dalla primavera 2009 la rapida ripresa dei mercati azionari internazionali e l'aumento di valore delle abitazioni in molte economie (l'area dell'euro e il Giappone rappresentano eccezioni al riguardo) si sono accompagnati a riduzioni dei differenziali di rendimento sulle emissioni societarie e di altri premi al rischio (grafici II.1 e III.2, diagrammi superiori), sebbene alcune misure di rischio siano di recente tornate ad aumentare in connessione con la

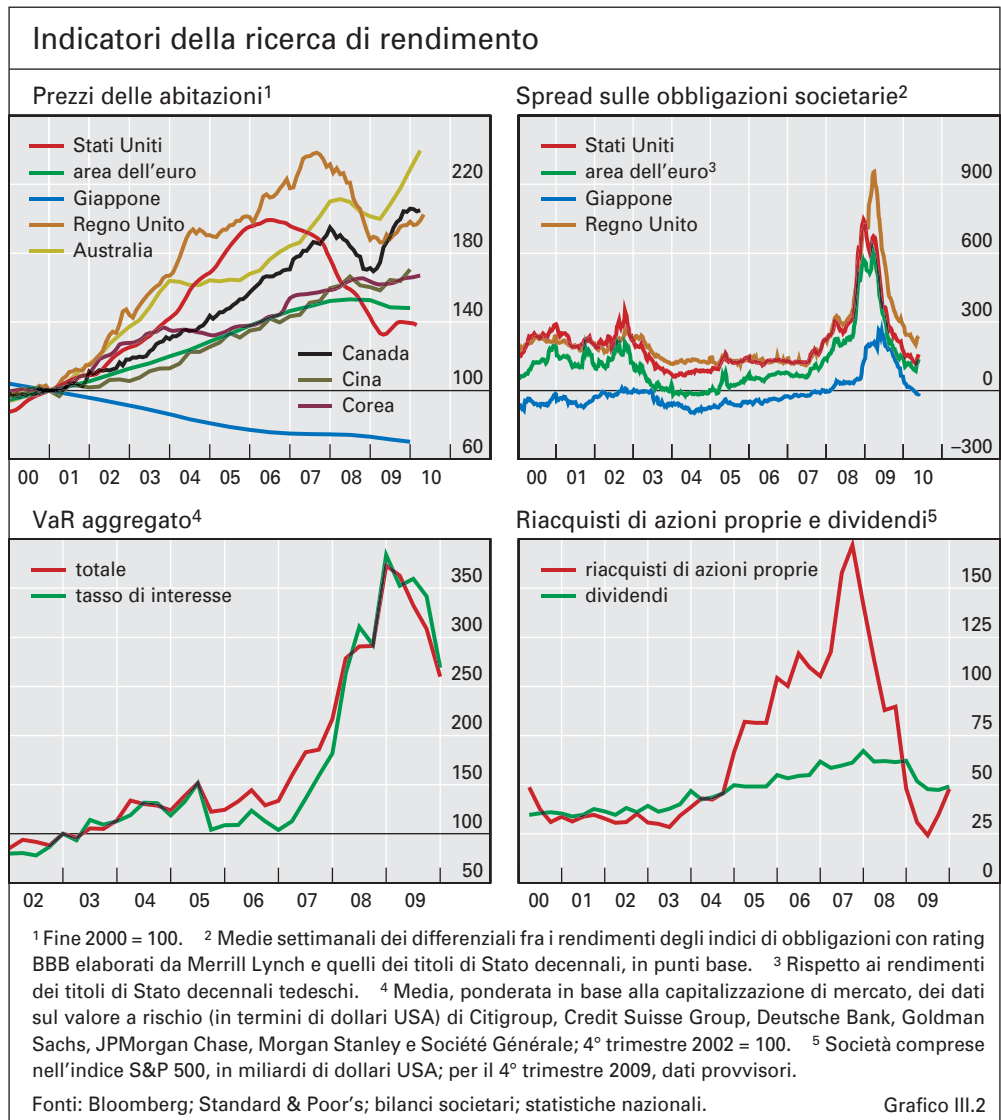
³ Per l'impatto di una politica monetaria accomodante sul VaR, cfr. T. Adrian e H. S. Shin, "Financial intermediaries and monetary economics", Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 398, ottobre 2009. Per riscontri empirici sull'assunzione di rischi maggiori da parte delle banche commerciali in presenza di condizioni monetarie accomodanti, cfr. Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, "Does monetary policy affect bank risk-taking?", *BIS Working Papers*, n. 298, marzo 2010.

crisi del debito sovrano greco. I dati segnalati per il VaR evidenziano che il rischio misurato sulle perdite potenziali a fronte delle posizioni di negoziazione delle banche resta elevato (grafico III.2, diagramma in basso a sinistra). D'altra parte, un obiettivo primario degli interventi delle banche centrali e dei governi durante la crisi del 2007-09 era stato quello di arrestare il crollo dei prezzi delle attività e di ridurre il rischio di insolvenze. Pertanto, il diffuso rialzo dei corsi delle attività e il calo dei premi al rischio nel 2009 e nei primi mesi del 2010 vanno sostanzialmente interpretati come una conferma sia del successo delle politiche adottate sia di un rinnovato accumulo di portafogli potenzialmente troppo rischiosi.

Ricerca di rendimento

I portafogli rischiosi possono essere anche il risultato di una ricerca di rendimento che si sviluppa allorché il basso livello nominale dei tassi ufficiali induce gli investitori ad accollarsi rischi maggiori per ottenere rendimenti nominali più alti⁴. Negli anni precedenti la crisi finanziaria molti investitori avevano

I bassi tassi ufficiali possono incentivare la ricerca di rendimenti più alti



⁴ Cfr. R. Rajan, "Has financial development made the world riskier?", Federal Reserve Bank di Kansas City, *Proceedings*, agosto 2005, pagg. 313-369.

assunto a obiettivo un tasso nominale di rendimento che ritenevano appropriato in base all'esperienza. Inoltre, gli investitori istituzionali, come le assicurazioni e i fondi pensione, erano sottoposti a pressioni dovendo adempiere le obbligazioni implicite o contrattuali assunte nei confronti della clientela all'epoca in cui i rendimenti nominali erano più alti. Essi hanno pertanto ricercato questi rendimenti in opportunità di investimento alternative. La ricerca di rendimento è stata poi alimentata dal fatto che molti schemi retributivi erano collegati ai rendimenti nominali.

Questo fenomeno può spingere verso l'alto i prezzi delle attività ...

Vari fattori possono essere sintomatici della ricerca di rendimento, primo fra tutti il rialzo dei prezzi delle attività e il calo dei premi per il rischio. Mentre il recupero di molti mercati delle attività nel 2009 e agli inizi del 2010 ha rispecchiato in parte un capovolgimento nell'avversione al rischio indotta dalla crisi, verso la fine di questo periodo, in un contesto di tassi ufficiali pressoché azzerati, la ricerca di rendimento potrebbe aver fatto la sua ricomparsa.

... stimolare l'innovazione finanziaria ...

Un secondo sintomo è una distorta innovazione finanziaria. Nei primi anni duemila gli intermediari avevano risposto alla richiesta di maggiori profitti da parte degli investitori congegnando prodotti finanziari che parevano minimizzarne il rischio. Negli anni precedenti la crisi sono state collocate molte varietà di questi prodotti cosiddetti "strutturati". All'apparenza essi sembravano rappresentare l'oggetto del desiderio degli investitori, offrendo basso rischio e rendimenti elevati, ma nel corso della crisi hanno rivelato caratteristiche esattamente opposte. Di conseguenza, i mercati si sono nuovamente orientati verso prodotti di investimento meno esotici. Ciò premesso, è difficile monitorare l'innovazione finanziaria e le carenze dei nuovi prodotti emergono spesso solo a posteriori.

... e scoraggiare gli investimenti reali

Un terzo sintomo può essere l'aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni proprie. Se gli investitori mirano a rendimenti nominali alti, difficili da ottenere, le imprese non finanziarie possono essere spinte a restituire i fondi agli investitori anziché perseguire investimenti reali rischiosi, ma economicamente proficui, in nuovi impianti o in ricerca e sviluppo. I riacquisti di azioni proprie e il pagamento di dividendi considerevoli, alquanto diffusi alla vigilia della crisi, sono divenuti molto più rari in seguito, com'è normale in periodi di flessione congiunturale (grafico III.2, diagramma in basso a destra). Per entrambi vi è stata una certa ripresa nel corso del 2009 con il migliorare delle prospettive economiche, ma il loro livello resta inferiore a quello precedente la crisi, a indicare che questo aspetto della ricerca di rendimento non è attualmente riscontrabile.

Rischio di tasso di interesse

I bassi tassi ufficiali possono accentuare la pendenza della curva dei rendimenti ...

La presenza di bassi tassi ufficiali e rendimenti a lungo termine più elevati fa aumentare i profitti che le banche possono lucrare attraverso la trasformazione delle scadenze, ossia indebitandosi a breve ed erogando credito a lungo termine. In effetti, una delle motivazioni che hanno indotto le banche centrali ad abbassare i tassi ufficiali è stata quella di consentire agli intermediari finanziari in difficoltà di incrementare questi profitti così da accumulare capitale. La crescente attrattiva della trasformazione delle scadenze a partire dalla crisi ha trovato riscontro nell'aumento dei rapporti *carry*/rischio nel 2009

e agli inizi del 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a destra). Il rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici causato dal dilatarsi dei disavanzi e del debito e dall'accresciuta consapevolezza dei rischi connessi accentua ulteriormente l'inclinazione della curva dei rendimenti e rafforza l'attrattiva delle strategie di trasformazione delle scadenze.

Tuttavia, gli intermediari finanziari potrebbero sottostimare i rischi associati a queste strategie e assumere posizioni eccessive in attività a lungo termine⁵. Come detto in precedenza, l'esposizione al rischio di tasso di interesse delle banche, misurata dal VaR, resta elevata. Se un rialzo inatteso dei tassi ufficiali dovesse innescare un analogo rialzo dei rendimenti obbligazionari, la conseguente caduta dei prezzi di questi titoli provocherebbe considerevoli perdite per le banche, che a quel punto potrebbero incontrare difficoltà nel rinnovare il debito a breve. È possibile che tali rischi si siano leggermente accentuati all'indomani della crisi del 2007-09, poiché il contesto creditizio avverso alle banche e la maggiore disponibilità di finanziamenti della banca centrale hanno sbilanciato le strutture di finanziamento di molti istituti verso le scadenze più brevi. Una stretta nei mercati della raccolta bancaria all'ingrosso potrebbe scatenare nuove vendite di attività e ulteriori flessioni dei corsi.

Pertanto, un inasprimento imprevisto della politica monetaria rischia di avere serie ripercussioni sul settore bancario. Può quindi risultare utile segnalare con tempestività la modifica dei tassi ufficiali, in modo da consentire ai mercati e agli intermediari un aggiustamento ordinato all'imminente variare dei prezzi delle attività e dei costi di finanziamento.

Ritardi nella correzione dei bilanci

Un retaggio della crisi finanziaria e degli sviluppi che l'hanno preceduta è l'esigenza di risanare i bilanci delle società finanziarie, delle famiglie e del settore pubblico, le cui finanze si sono deteriorate anche a causa delle misure di salvataggio adottate durante la crisi. Il basso livello dei tassi ufficiali potrebbe tuttavia rallentare o addirittura ostacolare il necessario aggiustamento. Nel settore finanziario l'attuale forte pendenza della curva dei rendimenti fornisce agli intermediari una fonte di reddito che può mitigare la percezione dell'urgenza di ridurre il grado di leva finanziaria e di vendere o svalutare le attività deteriorate (cfr. anche il Capitolo VI). L'impegno delle banche centrali a mantenere bassi i tassi ufficiali per periodi prolungati, per quanto utile a stabilizzare le aspettative di mercato, potrebbe accentuare questo atteggiamento di condiscendenza.

L'esperienza mostra come i bassi tassi di interesse favoriscano la pratica dell'*evergreening*, ossia il continuo rinnovo di prestiti non esigibili. Durante il lungo periodo di bassi tassi nominali in Giappone negli anni novanta, le banche del paese permisero che i debitori rinnovassero prestiti sui quali erano in grado di effettuare pagamenti di interessi a tassi prossimi allo zero ma non rimborsarsi del capitale. Le banche perpetuavano questi prestiti anziché stralciarli dal bilancio al fine di preservare il proprio capitale, già indebolito dalle precedenti flessioni dei prezzi delle attività. Tale pratica ritardò la necessaria ristrutturazione e contrazione dei bilanci del settore finanziario.

... esponendo le banche a rischi di tasso di interesse

I bassi tassi ufficiali possono ritardare la ristrutturazione dei bilanci

Il basso livello dei tassi può incentivare l'*evergreening* dei prestiti bancari ...

⁵ Le banche potrebbero aver incrementato le disponibilità di titoli pubblici anche per migliorare i risultati delle simulazioni di stress sul rischio di liquidità.

Inoltre, i prestiti di questo tipo sono serviti a mantenere in vita imprese economicamente non sostenibili ("zombie"), limitando probabilmente la concorrenza, riducendo gli investimenti e ostacolando l'ingresso di nuove aziende⁶.

... un fenomeno difficile da quantificare

Sebbene non vi sia un modo indiscusso di stabilire empiricamente l'entità dell'*evergreening*, la presenza di tale pratica potrebbe essere segnalata da dati che evidenzino come una quota sproporzionata di prestiti sia diretta ai settori in difficoltà, un fenomeno già evidente in Giappone negli anni novanta⁷. Un altro potenziale indicatore è l'allentamento dei criteri di fido applicati dalle banche commerciali ai debitori esistenti. Nel gennaio 2009 l'indagine Senior Loan Officer Opinion Survey della Federal Reserve ha iniziato a fornire informazioni sulle variazioni delle linee di credito a favore della clientela esistente. Nel caso dei prestiti commerciali e industriali si è osservata una flessione che è andata gradualmente rallentando. Un eventuale aumento di questi impieghi rispecchierà inizialmente una normalizzazione delle condizioni creditizie, ma potrebbe finire per segnalare la presenza di *evergreening*, e quindi ritardi nell'aggiustamento dei bilanci finanziari e non finanziari nel settore privato.

Possibili ritardi anche nel risanamento delle finanze pubbliche

I bassi tassi di interesse possono altresì differire i necessari aggiustamenti di bilancio del settore pubblico (cfr. il Capitolo V per ulteriori approfondimenti). Accrescendo la quota relativa delle passività a breve termine, i governi possono ridurre i pagamenti in conto interessi. Ciò permette loro di guadagnare tempo per riportare i livelli del debito sovrano su una traiettoria sostenibile, ma espone altresì le posizioni di bilancio a eventuali aumenti dei tassi ufficiali nel caso in cui la necessaria correzione non sia attuata con tempestività. È implicito in ciò il timore che l'autonomia della politica monetaria possa essere messa a repentaglio.

Paralisi dei mercati monetari

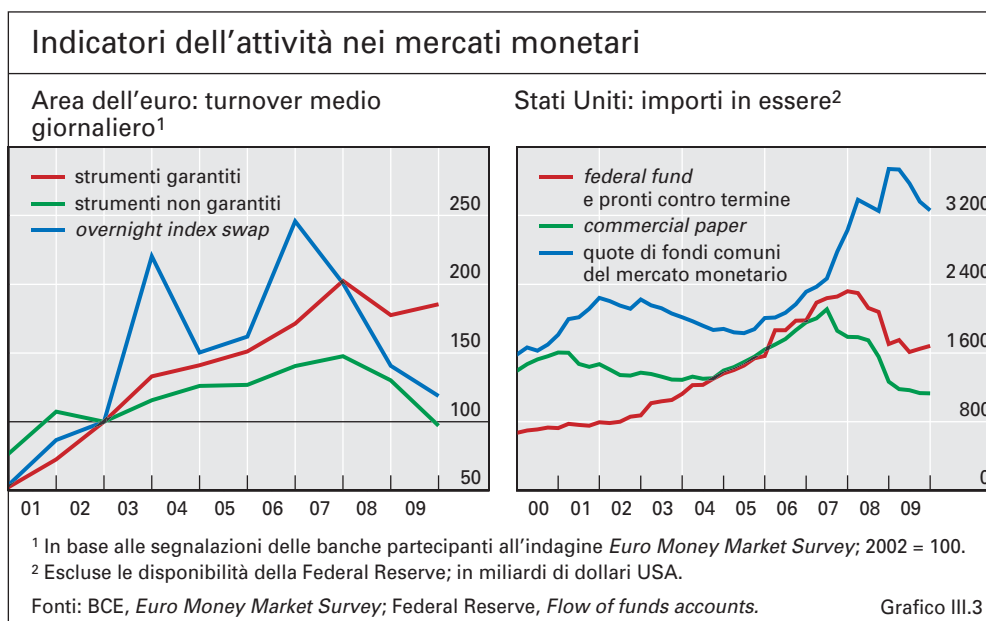
I bassi tassi ufficiali possono paralizzare i mercati monetari e complicare le strategie di uscita ...

Nel momento in cui le banche centrali cominciano a innalzare i tassi ufficiali è essenziale che i mercati monetari trasmettano questo cambiamento di rotta all'economia in generale. Tuttavia, tali mercati possono trovarsi paralizzati dai bassi tassi ufficiali. Quando i costi operativi che comporta l'esecuzione delle operazioni di mercato monetario superano l'interesse percepito (che è strettamente correlato ai tassi ufficiali) vi è la possibilità che le banche commerciali dirottino risorse verso altre operazioni. I mercati monetari giapponesi conobbero un'atrofia di questo tipo: il turnover nel mercato dei depositi *overnight* non garantiti scese in termini di media mensile da oltre ¥12 trilioni nel periodo 1995-98 a meno di ¥5 trilioni nel 2002-04⁸. Di conseguenza, l'inasprimento della politica monetaria giapponese nel 2006 venne complicato dalla carenza di

⁶ Cfr. T. Hoshi e A. Kashyap, "Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail", in T. Ito, H. Patrick e D. Weinstein (ed.), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, pagg. 147-195; R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, n. 5, dicembre 2008, pagg. 1943-1977.

⁷ Cfr. W. Watanabe, "Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 24, n. 1, marzo 2010, pagg. 116-136.

⁸ Cfr. N. Baba, S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda e H. Ugai, "Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 188, novembre 2005.



addetti alle operazioni di mercato monetario presso le banche commerciali. Nel contesto attuale, una delle ragioni per cui molte banche centrali si sono astenute dal portare a zero il tasso ufficiale durante la recente crisi finanziaria è stata proprio quella di evitare tale problema. Il diverso grado con cui i tassi ufficiali sono stati avvicinati a zero nelle varie economie dipende probabilmente dalla diversa struttura dei rispettivi mercati monetari.

I volumi sui mercati monetari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono contratti dall'inizio della crisi finanziaria e si situano in prossimità dei livelli del periodo 2003-04, anch'esso caratterizzato da bassi tassi ufficiali (grafico III.3). Nel 2008 la flessione dell'attività su questi mercati era stata principalmente causata dal tesoreggiamento di liquidità, dai timori per il rischio associato a controparti e garanzie e da una crescente offerta di liquidità delle banche centrali, ma il perdurante basso livello dei volumi potrebbe anche rispecchiare i ridotti margini disponibili sul mercato corrente. Nel 2009 si è osservato nel mercato monetario dell'area dell'euro un crescente turnover di operazioni garantite e in quello degli Stati Uniti, verso la fine dell'anno, un modesto aumento dell'ammontare in essere di *federal fund* e pronti contro termine. Tali progressi, osservati prima della crisi del debito sovrano della Grecia, potrebbero segnalare un attenuarsi dei timori concernenti controparti e garanzie, nonché la riduzione delle operazioni di mercato aperto delle banche centrali. Resta da vedere se i volumi di negoziazione finiranno per recuperare i precedenti livelli o se i bassi tassi ufficiali abbiano effettivamente ridotto l'attività sul mercato monetario, complicando così le strategie di uscita.

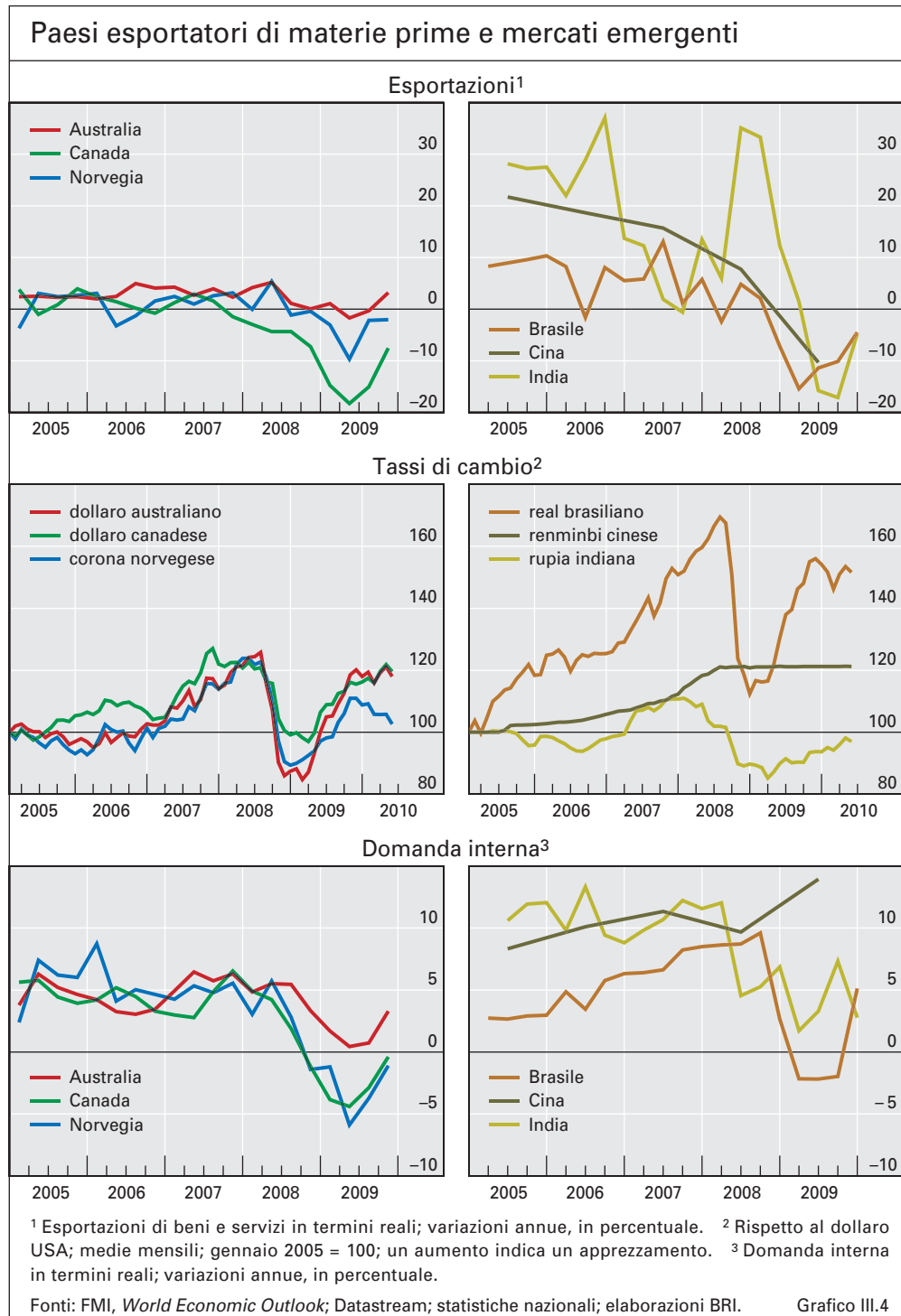
... ma resta da vedere se questo problema sia presente anche oggi

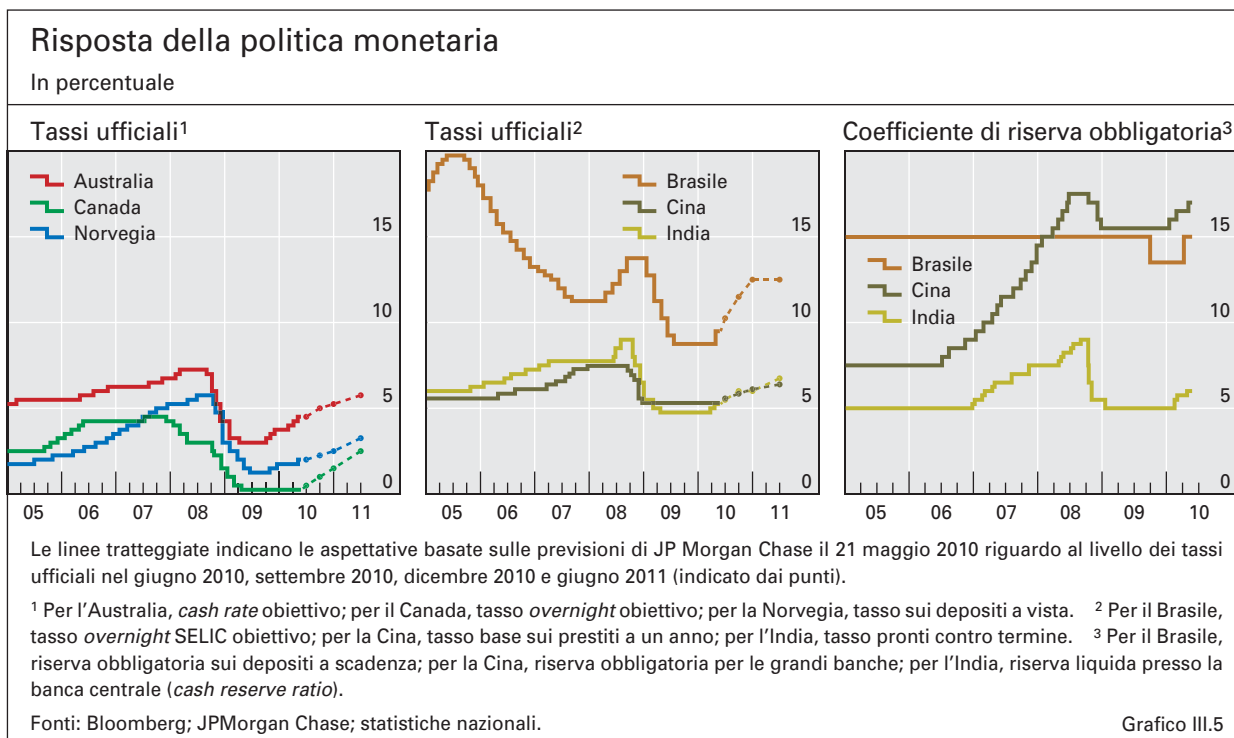
Effetti collaterali a livello internazionale

I bassi tassi di interesse nelle maggiori economie avanzate hanno effetti secondari anche al di là dei confini nazionali, e ciò vale sia per i mercati emergenti sia per i paesi industriali esportatori di materie prime, che hanno resistito relativamente bene alla crisi. Nella maggior parte dei casi l'impatto

I bassi tassi ufficiali causano distorsioni anche all'estero

iniziale della crisi finanziaria in questi paesi è consistito in un forte calo delle esportazioni (grafico III.4, diagrammi superiori), prelievi di fondi in dollari USA da parte di banche estere, la liquidazione degli investimenti azionari e obbligazionari e una caduta dei corsi delle azioni. Nella seconda metà del 2008 le maggiori economie emergenti e i paesi avanzati esportatori di materie prime hanno accusato un consistente indebolimento dei rispettivi tassi di cambio nei confronti della moneta statunitense, fatta eccezione per la Cina che ha mantenuto fisso il renminbi (grafico III.4, diagrammi centrali). La politica monetaria è stata allentata riducendo sia i tassi di interesse (in Cina, India e





successivamente in Brasile), sia gli obblighi di riserva (grafico III.5). Inoltre, molte banche centrali hanno fornito sul mercato interno dollari USA, ottenuti in alcuni casi mediante linee di swap con la Federal Reserve.

In conseguenza di ciò, la domanda interna è stata in grado di compensare parte dell’effetto contrattivo derivante dal calo delle esportazioni (grafico III.4, riquadri inferiori). Quando poi hanno ricominciato a salire anche i prezzi delle attività, le banche centrali al di fuori delle maggiori economie avanzate sono tornate a inasprire le condizioni monetarie nonostante la continua debolezza delle esportazioni nazionali. A fine maggio 2010 i tassi ufficiali avevano iniziato ad aumentare in Australia, Brasile, India e Norvegia, e gli obblighi di riserva erano stati inaspriti in Brasile, Cina e India. Attualmente le aspettative di mercato puntano in direzione di un’ulteriore stretta monetaria.

L’inasprimento della politica monetaria ha dato luogo a notevoli differenziali dei tassi di interesse, sia reali che nominali, nei confronti dei paesi più colpiti dalla crisi. In aggiunta alle migliorate prospettive economiche, questi differenziali hanno generato flussi di capitali verso i paesi con tassi più alti, accrescendo l’attrattiva delle operazioni di *carry trade* (grafico III.6).

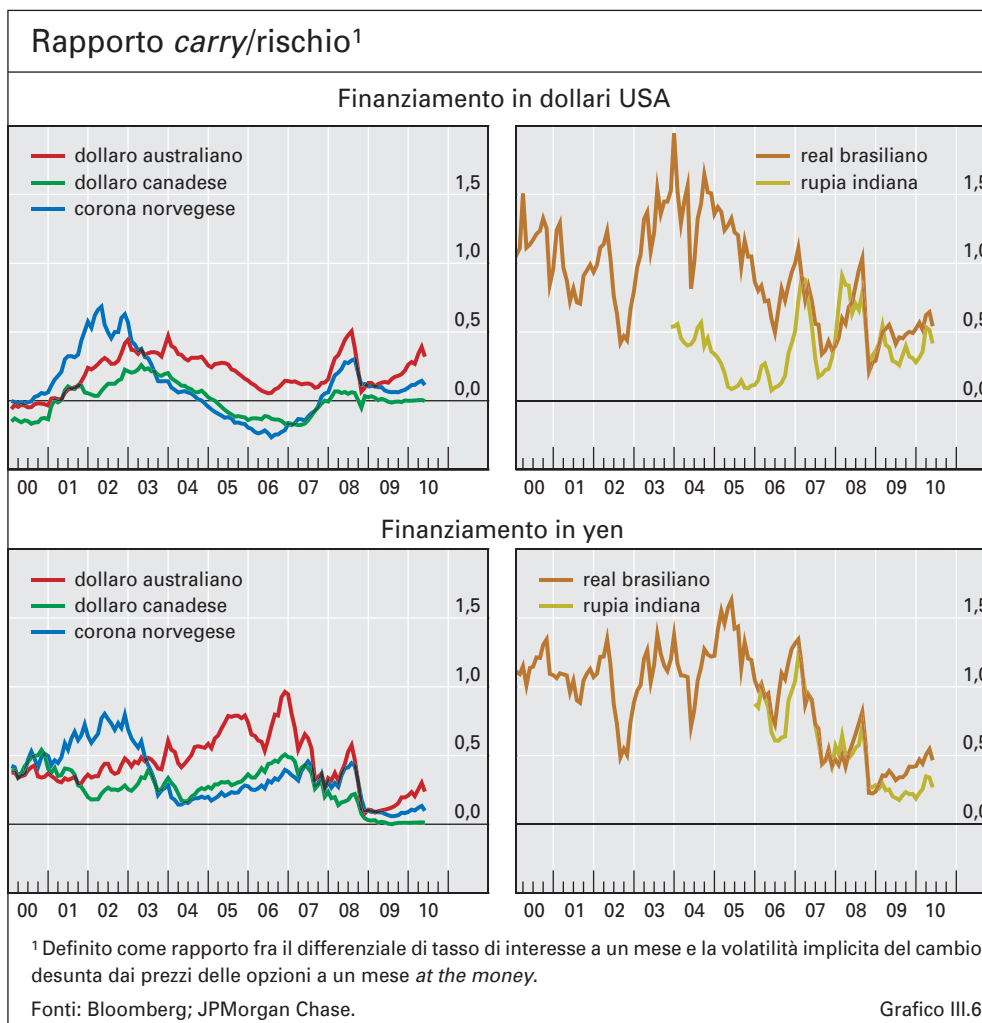
I movimenti di capitali consentono una migliore allocazione delle risorse e gli afflussi di fondi sono un importante contributo alla crescita economica, specie nei mercati emergenti. Tuttavia, nella situazione attuale essi possono sfociare in ulteriori rialzi dei prezzi delle attività e produrre un impatto inflattivo sull’economia. Gli afflussi di fondi hanno causato anche un apprezzamento delle valute di investimento a cambio fluttuante, equivalente a una stretta monetaria nei rispettivi paesi. Nondimeno, sono prevedibili ulteriori rialzi dei tassi di interesse che attirerebbero un volume ancor maggiore di fondi dall’estero. Ciò espone i paesi destinatari al rischio di repentini e ingenti deflussi di capitali e a un’inversione delle pressioni sul cambio qualora dovessero

L’inasprimento monetario è iniziato nei paesi meno colpiti dalla crisi

I differenziali di interesse sono all’origine di flussi di capitali ...

... che stanno accelerando la crescita economica ...

... ma che potrebbero segnare rapide inversioni di rotta



mutare le condizioni macroeconomiche, monetarie e finanziarie internazionali o la percezione degli investitori al riguardo. Il Capitolo IV analizza in maggior dettaglio le questioni connesse con i flussi di capitali verso i mercati emergenti.

Sintesi

È probabile che la recente turbolenza di mercato associata alla crisi del debito sovrano greco abbia rinviato il necessario ritorno a un'impostazione più normale della politica monetaria in varie economie avanzate. I tempi esatti dell'inasprimento dipenderanno dalle prospettive macroeconomiche e inflazionistiche, nonché dallo stato di salute del sistema finanziario. Ma mantenere i tassi di interesse su livelli così contenuti comporta un prezzo, che è destinato a salire con il passare del tempo. L'esperienza insegna che periodi prolungati di tassi di interesse insolitamente bassi offuscano la valutazione dei rischi finanziari, inducono la ricerca di rendimenti più elevati e ritardano la correzione dei bilanci. Inoltre, i differenziali di rendimento che ne conseguono danno luogo ad afflussi insostenibili di capitali verso i paesi dove i tassi di interesse sono più elevati. Poiché questi effetti collaterali creano rischi per la stabilità finanziaria e macroeconomica a lungo termine, essi andranno considerati nel determinare i tempi e i ritmi di normalizzazione dei tassi ufficiali.