

## IV. Le prossime sfide per la politica monetaria

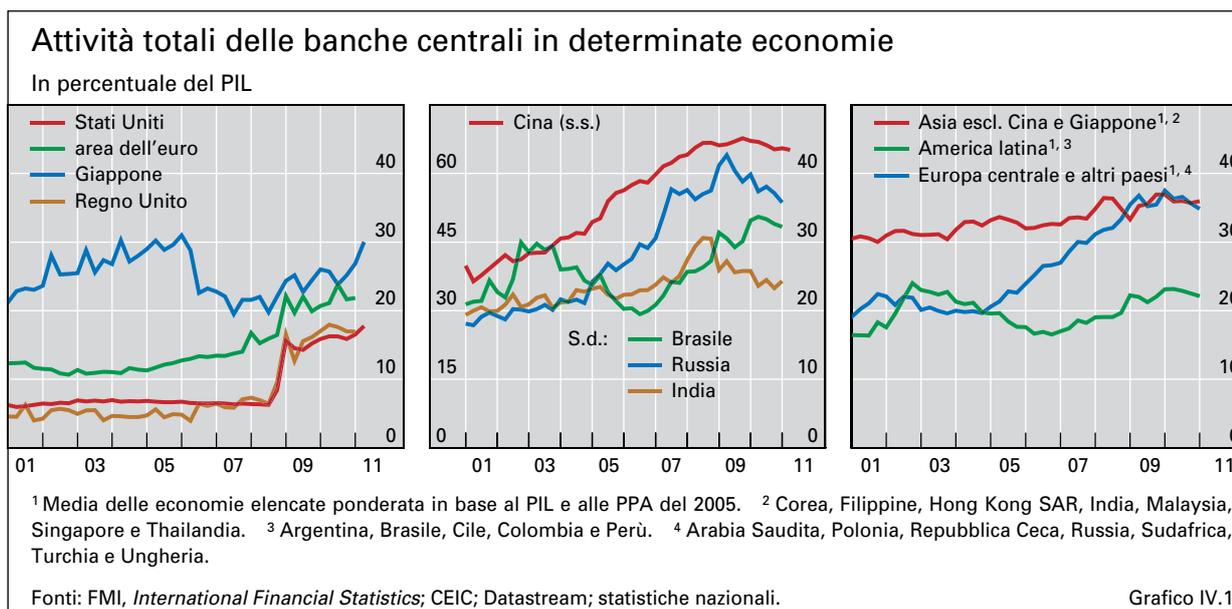
Dopo un periodo prolungato di politiche monetarie accomodanti le banche centrali si trovano ad affrontare sfide considerevoli. Le pressioni inflazionistiche stanno aumentando rapidamente a livello mondiale, alimentate dall'impennata dei corsi delle materie prime e dai vincoli di capacità che cominciano a gravare sulla ripresa globale. Questi accresciuti rischi di inflazione richiedono un rialzo dei tassi ufficiali, che tuttavia in alcuni paesi va soppesato alla luce delle vulnerabilità connesse agli aggiustamenti di bilancio ancora in atto nei settori privato e pubblico e alla perdurante fragilità del settore finanziario.

Lo scenario di politica monetaria è reso ancor più complicato dall'espansione senza precedenti dei bilanci delle banche centrali, specie negli ultimi anni. Il capitolo inizia esaminando la dimensione e la complessità attualmente raggiunte da tali bilanci e le loro implicazioni, per poi considerare la minaccia per la stabilità dei prezzi e altri fattori che incidono sulla necessità di normalizzare l'orientamento globale della politica monetaria.

### Sfide poste dall'espansione dei bilanci delle banche centrali

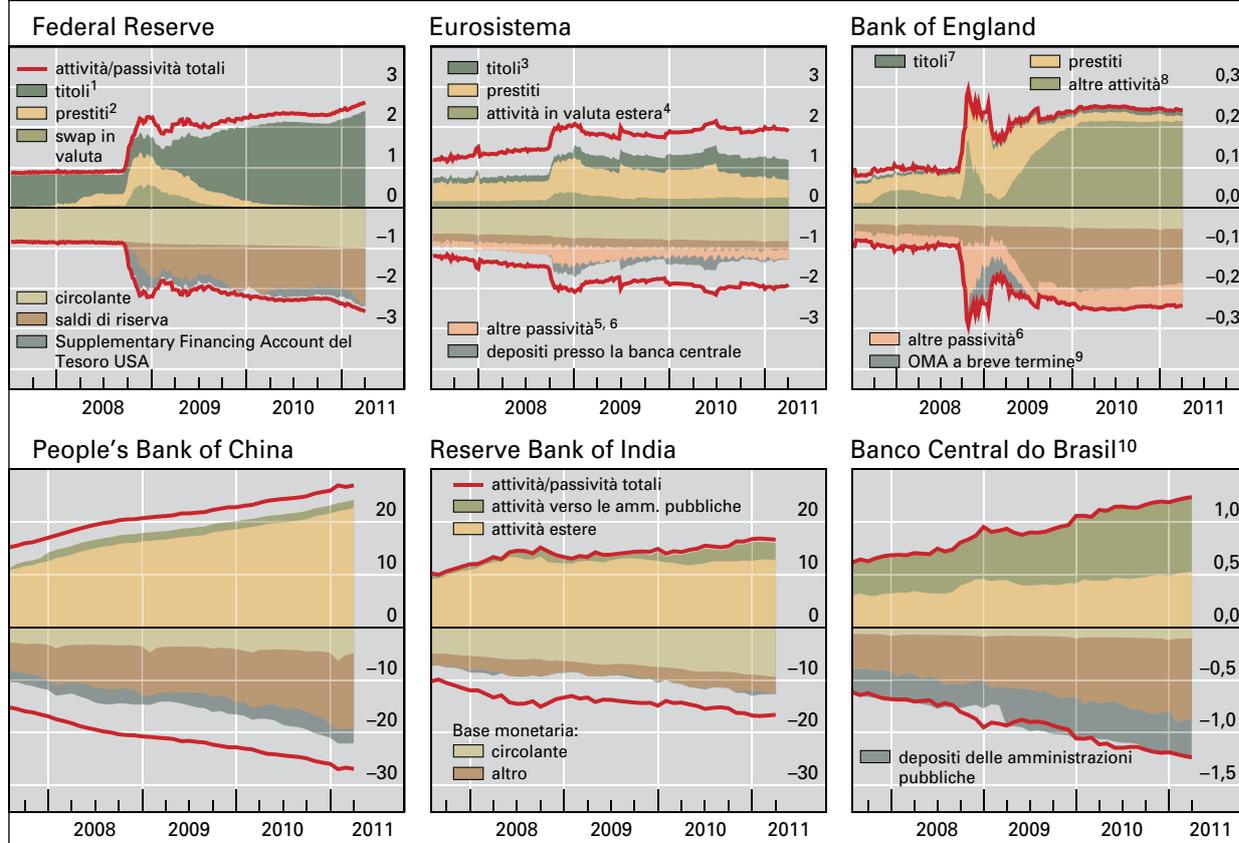
L'espansione dei bilanci è dovuta a diversi motivi

Nel trascorso decennio i bilanci di molte banche centrali hanno assunto dimensioni senza precedenti (grafico IV.1). Per esempio, in risposta alla crisi finanziaria internazionale la Federal Reserve e la Bank of England hanno accresciuto fortemente le loro attività totali, in entrambi i casi dall'8% a poco meno del 20% del PIL, mentre quelle dell'Eurosistema sono salite dal 13% a oltre il 20% del PIL dell'area dell'euro. Gran parte dell'espansione del bilancio



## Attività e passività delle banche centrali

In trilioni delle rispettive unità monetarie



<sup>1</sup> Titoli acquistati in via definitiva. <sup>2</sup> Operazioni pronto contro termine, credito erogato nell'ambito della Term Auction Facility (TAF), altri prestiti e Commercial Paper Funding Facility. <sup>3</sup> Titoli emessi da residenti e debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in euro. <sup>4</sup> Compresa le aste a sostegno della liquidità in dollari USA. <sup>5</sup> Compresa le passività in euro verso non residenti nell'area e le passività in valuta estera verso i residenti nell'area. <sup>6</sup> Compresa quelle verso altre banche centrali. <sup>7</sup> Obbligazioni e altri titoli acquistati mediante operazioni di mercato. <sup>8</sup> Compresa le aste a sostegno della liquidità in dollari USA e i prestiti a favore di Bank of England Asset Purchase Facility Fund. <sup>9</sup> Operazioni di mercato aperto, compresa l'emissione di buoni della Bank of England in sterline. <sup>10</sup> Le passività totali potrebbero includere poste di segno variabile.

Fonti: CEIC; Datastream; statistiche nazionali.

Grafico IV.2

della Bank of Japan, salito al 30% del PIL, è la conseguenza dell'allentamento quantitativo posto in essere nei primi anni duemila. Il bilancio della banca centrale giapponese è aumentato ulteriormente nel marzo di quest'anno a causa delle ulteriori immissioni di liquidità volte a fronteggiare le ricadute economiche e finanziarie del terremoto.

Le banche centrali delle economie avanzate, in particolare la Federal Reserve e la Bank of England, hanno allentato drasticamente le condizioni monetarie durante la crisi, dapprima abbassando i tassi di interesse e poi ampliando in misura massiccia i rispettivi bilanci con l'adozione di misure monetarie non convenzionali (grafico IV.2, diagrammi superiori). Fra queste rientrano ingenti acquisti di titoli dei settori privato e pubblico, nuove linee di credito mirate ed erogazioni di fondi per il salvataggio di istituzioni finanziarie. Molte banche centrali hanno inoltre esteso la gamma di controparti ammesse alle loro operazioni di politica monetaria e allungato le scadenze di tali operazioni. Anche le banche centrali dei paesi avanzati colpiti meno direttamente dalla crisi (come Australia e Canada) hanno accresciuto i loro bilanci, sebbene

Nelle economie avanzate essa è stata una risposta alla crisi

in misura molto più contenuta, nel momento in cui la crisi si è propagata ai sistemi finanziari dei loro paesi.

Nelle economie emergenti ha rispecchiato l'accumulo di riserve valutarie

Nelle economie emergenti la crescita dei bilanci delle banche centrali nell'ultimo decennio è stata più graduale. Dopo la crisi asiatica degli ultimi anni novanta, il fenomeno ha rispecchiato soprattutto il costante accumulo di riserve valutarie sia come scudo per fronteggiare eventi imprevisti sia come effetto secondario di politiche tese a contrastare l'apprezzamento del cambio (grafico IV.2, diagrammi inferiori). Le riserve valutarie contribuiscono a moderare la volatilità del cambio, specie nelle economie i cui mercati finanziari non sono in grado di consentire un'efficace copertura delle esposizioni in valuta. Esse possono anche concorrere a rating creditizi più favorevoli sulle emissioni sovrane e allo sviluppo di mercati del debito in moneta locale, riducendo in tal modo i costi del finanziamento e aumentando lo spessore dei mercati finanziari.

#### *Implicazioni derivanti dall'espansione dei bilanci delle banche centrali*

La dilatazione dei bilanci crea rischi finanziari per le banche centrali ...

Gli interventi sui bilanci delle banche centrali hanno sostenuto l'economia mondiale nel corso di una crisi molto difficile. Tali bilanci, tuttavia, sono oggi esposti a maggiori rischi – di tasso di interesse, di cambio, di credito – che potrebbero sfociare in perdite finanziarie. Vi è il pericolo che un rialzo dei tassi a lungo termine si traduca in perdite effettive laddove le banche centrali cedano i titoli nei loro portafogli o in perdite potenziali nel caso di contabilizzazione ai prezzi correnti di mercato. Le banche centrali con ingenti disponibilità denominate in valuta estera sono particolarmente esposte a rischi di cambio: un forte apprezzamento della moneta locale causerebbe perdite nelle loro riserve valutarie. I rischi di credito sono andati aumentando dall'inizio della crisi finanziaria nella misura in cui le banche centrali hanno acquistato (o erogato fondi a fronte di) attività di qualità inferiore, come gli *asset-backed securities*.

Un'altra potenziale fonte di perdite è rappresentata dagli squilibri tra costi di finanziamento e rendimenti delle attività. Le banche centrali che remunerano le riserve delle banche commerciali o che emettono titoli propri per assorbire liquidità dal mercato potrebbero dover constatare che i relativi interessi passivi superano gli introiti prodotti dalle loro attività. Nelle economie emergenti i rendimenti sulle attività estere sono spesso inferiori al costo delle emissioni a breve a fini di sterilizzazione, e questo costo di detenzione può essere alquanto elevato per le economie a basso rating<sup>1</sup>.

Qualora si verificassero consistenti perdite di bilancio derivanti dalle misure non convenzionali adottate durante la crisi, le banche centrali rischiano di essere sottoposte a pressioni economico-politiche<sup>2</sup>. Nel caso dei programmi di acquisto di attività del settore privato, comprendenti talvolta le obbligazioni societarie, alle banche centrali potrebbe essere mossa la critica di voler

<sup>1</sup> Cfr. H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park e A. Persaud, "Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future", *Geneva Reports on the World Economy*, 7, settembre 2005.

<sup>2</sup> Cfr. C. Borio e P. Disyatat, "Unconventional monetary policies: an appraisal", *BIS Working Papers*, n. 292, novembre 2009 e P. Stella, "Minimising monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 330, novembre 2010.

## Riquadro IV.A – Interazioni tra gestione del debito sovrano, condizioni monetarie e stabilità finanziaria

La crisi finanziaria globale ha modificato radicalmente il contesto in cui operano le banche centrali e i gestori del debito sovrano. Durante la crisi questi ultimi hanno spesso dovuto soddisfare un improvviso e ingente fabbisogno di finanziamenti addizionali allorché le banche centrali hanno fatto ricorso a misure straordinarie di sostegno della liquidità e, in alcuni casi, hanno successivamente effettuato acquisti di titoli di Stato nel quadro di operazioni non convenzionali di politica monetaria.

I gestori del debito tendono generalmente a ridurre al minimo i costi attesi a medio-lungo termine del finanziamento di interventi del settore pubblico, nel rispetto di una prudente gestione del rischio. Osservando le scelte di gestione del debito sovrano (GDS) durante e dopo la crisi si riscontrano talune differenze tra i paesi. Ad esempio, per soddisfare le esigenze di finanziamento in condizioni di mercato difficili alcuni emittenti sovrani con rating elevato hanno accorciato le scadenze, mentre altri hanno evitato di farlo nonostante le pressioni di mercato.

Le scelte di scadenza e di altro tipo nella GDS, come le tecniche di indicizzazione e di emissione, possono avere il loro peso per le banche centrali. In particolare, a parità di altre condizioni, la scelta di una scadenza più breve per singoli collocamenti implica rinnovi più frequenti, e può quindi influire sulle condizioni di liquidità nei mercati monetari. Più in generale, la GDS ha rilevanza per l'attività di banca centrale perché entrambe influenzano i mercati monetario e dei titoli pubblici e perché i rendimenti di questi ultimi fungono da riferimento per la determinazione del prezzo di altri tipi di debito. Ciò è particolarmente vero nella situazione attuale, contraddistinta da un'accentuata segmentazione dei mercati finanziari, volumi molto maggiori di emissioni sovrane e timori per la sostenibilità dei conti pubblici.

Le potenziali interazioni tra GDS e conduzione della politica monetaria potrebbero rafforzarsi o contrastarsi vicendevolmente. Ad esempio, alcune banche centrali hanno effettuato transazioni su vasta scala in titoli pubblici nell'ambito di operazioni non convenzionali di politica monetaria, con il rischio che tali operazioni venissero interpretate come intese a finanziare le manovre di politica fiscale, mettendo a repentaglio l'indipendenza della banca centrale. Del pari, le strategie di GDS che modificano le scadenze o le caratteristiche di rischio del debito pubblico in essere possono avere conseguenze per la stabilità finanziaria o influire sul modo in cui gli interventi di politica monetaria agiscono sulle condizioni di liquidità. Un'accresciuta emissione di titoli a lungo termine, ad esempio, potrebbe smorzare l'effetto di tasso di interesse degli acquisti di tali titoli da parte delle banche centrali se il principale meccanismo attraverso il quale tali acquisti agiscono sui tassi è l'offerta sul mercato di strumenti di debito a lungo termine<sup>Ⓞ</sup>.

Un recente rapporto pubblicato dal Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) esamina tali aspetti e le loro implicazioni per le banche centrali<sup>Ⓞ</sup>. Nella maggior parte dei paesi le operazioni di gestione del debito non paiono aver pregiudicato la capacità delle banche centrali di allentare le condizioni monetarie mediante ingenti acquisti di attività. Ciò è in parte dovuto alla credibilità degli esistenti dispositivi a salvaguardia dell'indipendenza, nonché all'impiego della comunicazione per sottolineare i differenti obiettivi e orizzonti programmatici delle rispettive istanze. Le prassi prevalenti di GDS tendono in genere a mantenere l'attività di emissione costante e prevedibile, in modo da ridurre la volatilità per gli investitori, laddove il ruolo della politica monetaria consiste nel reagire prontamente a nuove informazioni aventi rilevanza per le prospettive di inflazione e di crescita economica.

Nei paesi con problemi di sostenibilità della finanza pubblica e in alcune economie emergenti le passate scelte di GDS (in materia di scadenze e partecipazione estera, ad esempio) hanno influito sulla dinamica della crisi e quindi sulla stabilità finanziaria. L'insegnamento tratto da questa esperienza è che una corretta GDS può ridurre la volatilità del sistema finanziario ampliando la gamma di scadenze, evitando una concentrazione dei collocamenti e sviluppando una base stabile e diversificata di investitori, quale contributo al superamento della crisi.

Nella situazione attuale o nei casi in cui i sistemi finanziari sono ancora in fase di sviluppo i gestori del debito beneficerebbero dell'assunzione di una prospettiva ampia in materia di costi e rischi, così come per le banche centrali sarà proficuo tenersi al passo con le attività di GDS. L'esperienza recente conferma che i risultati strategici di medio periodo in termini di struttura per scadenze e caratteristiche di rischio del debito in essere sono rilevanti, specie per la stabilità finanziaria. Per le istanze in questione ciò sottolinea l'importanza di uno stretto coordinamento, nel rispetto dell'autonomia e della responsabilità di ciascuna di esse sulla base di mandati chiari e distinti.

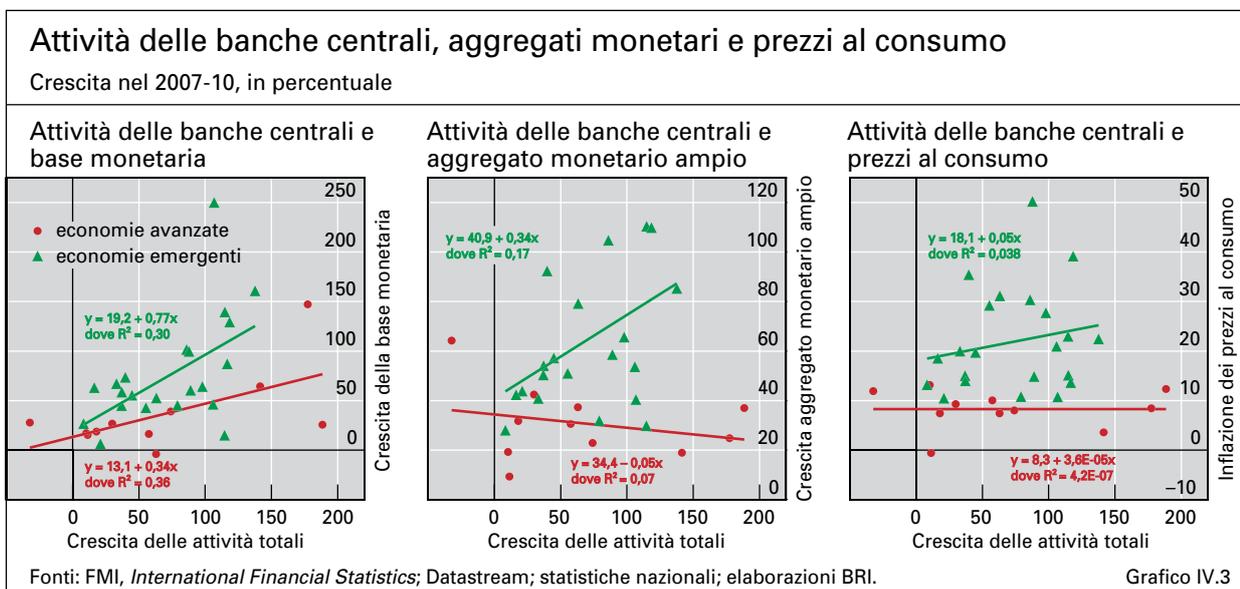
<sup>Ⓞ</sup> Cfr. P. Turner, "Fiscal dominance and the long-term interest rate", *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n. 199, maggio 2011 e BRI, 79<sup>a</sup> *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo VI. <sup>Ⓞ</sup> CSFG, "Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability: lessons and implications for central banks", *CGFS Papers*, n. 42, maggio 2011.

favorire taluni segmenti dell'economia a scapito di altri. Analogamente, le operazioni di salvataggio da parte delle banche centrali potrebbero sollevare interrogativi circa il grado di trattamento preferenziale riservato a un'istituzione finanziaria piuttosto che a un'altra, a prescindere dal fatto che gli interventi siano destinati esclusivamente a salvare dal collasso il sistema finanziario nel suo insieme. Infine, i programmi di acquisto di attività su vasta scala rischiano di complicare la gestione del debito pubblico, nel senso che gli interventi delle banche centrali potrebbero entrare in contrasto con i piani dei gestori del debito in assenza di un appropriato coordinamento. In effetti, negli ultimi anni la gestione del debito sovrano, la politica monetaria e le misure di stabilità finanziaria sono diventate molto più interdipendenti (riquadro IV.A).

Tutti questi rischi raccomandano in ultima istanza un ridimensionamento dei bilanci delle banche centrali. Tuttavia, una riduzione troppo rapida e indiscriminata sarebbe pericolosa. Nei maggiori paesi avanzati un riequilibrio a breve termine si scontra con ostacoli dovuti sia alle perduranti fragilità economiche e finanziarie sia alle incertezze intrinseche nel rientro dalle misure senza precedenti adottate. Nel caso delle economie emergenti vi è il timore che un sostanziale alleggerimento dei bilanci delle banche centrali attraverso la vendita di attività in valuta estera eserciti pressioni al rialzo sui cambi, con il rischio di innescare flussi di capitale destabilizzanti. Nonostante queste preoccupazioni, le banche centrali vorranno evitare i costi a più lungo termine associati al mantenimento di bilanci molto ampi.

Un aspetto positivo da segnalare è che il tradizionale monito monetarista secondo cui un'espansione del bilancio della banca centrale può causare inflazione trova scarso riscontro empirico. Il nesso tra incrementi del bilancio e della base monetaria si è rivelato assai debole dal 2007 sia per le economie avanzate sia per quelle emergenti (grafico IV.3, diagramma di sinistra). Ancor più debole è stata la correlazione tra l'espansione delle attività della banca centrale e la crescita della moneta in senso lato; nelle economie avanzate essa risulta addirittura leggermente negativa (diagramma centrale). Ciò riflette

... rendendo in definitiva necessaria una normalizzazione

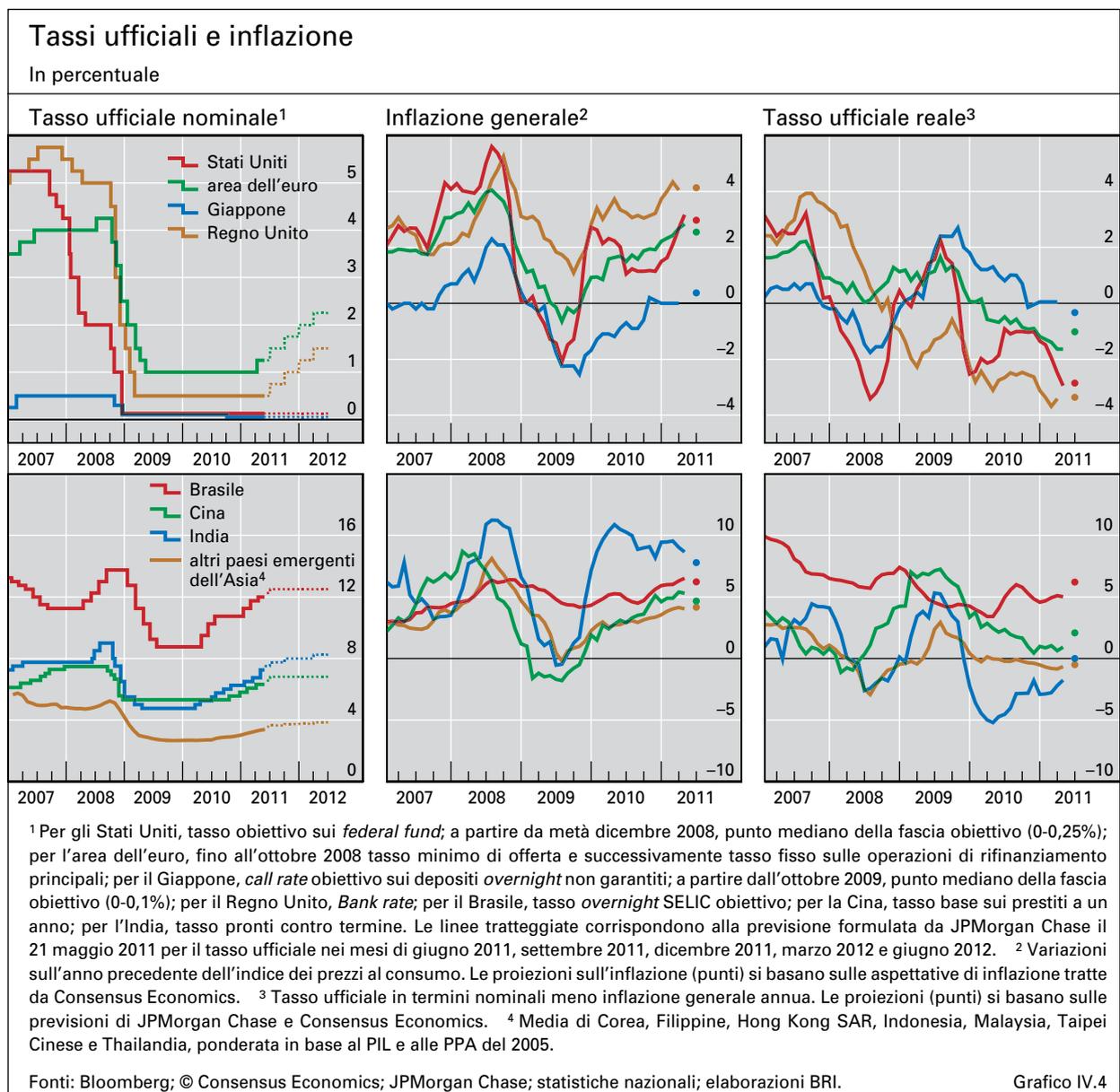


l'instabilità del moltiplicatore monetario (rapporto tra moneta e base monetaria) durante questo periodo. Analogamente, pressoché nulla è risultata la correlazione tra la variazione delle attività della banca centrale e l'inflazione dei prezzi al consumo (diagramma di destra). In breve, la dilatazione dei bilanci delle banche centrali non sembra costituire un rischio inflazionistico diretto.

## Normalizzazione dei tassi ufficiali

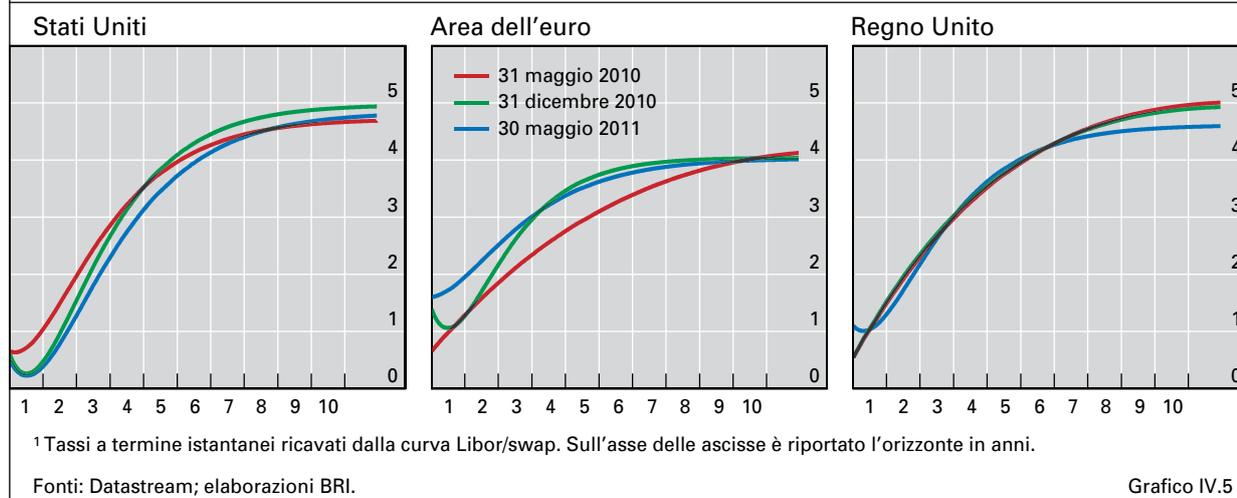
In molte economie avanzate ed emergenti i tassi ufficiali hanno già iniziato a salire leggermente (grafico IV.4, diagrammi di sinistra). Persino in alcuni dei paesi più colpiti dalla crisi i mercati stanno scontando incrementi dei tassi ufficiali sia nel breve periodo sia nei prossimi anni (grafico IV.5). Nondimeno, il ritmo atteso dell'inasprimento monetario è alquanto moderato. I tassi ufficiali in termini reali sono rimasti eccezionalmente bassi lo scorso anno e continuano a essere negativi in molti paesi (grafico IV.4, diagrammi di destra).

I tassi ufficiali hanno cominciato a salire



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

In percentuale



Due fattori interconnessi sono probabilmente destinati ad avere un ruolo importante nel determinare la futura traiettoria dell'inflazione: 1) i prezzi delle materie prime e 2) il grado di sottoimpiego della capacità produttiva a livello mondiale.

### *Rischi di inflazione associati ai crescenti prezzi delle materie prime*

L'inflazione è in aumento ...

Un fattore fondamentale che incide sui tempi dell'inasprimento monetario sono i rischi di un rialzo dell'inflazione originati dai più elevati prezzi delle materie prime, specie dei prodotti alimentari ed energetici. In molti paesi l'inflazione generale è già salita in misura significativa, e l'impatto è stato particolarmente forte nelle economie emergenti, in cui i generi alimentari rappresentano un'ampia parte del paniere dei consumi (circa il 25%, rispetto a meno del 15% nelle economie avanzate).

... sospinta dai prezzi dei prodotti primari

La sostenuta dinamica dei prezzi degli alimentari e delle materie prime è strettamente collegata al vigore della ripresa economica mondiale, specie nelle economie emergenti. Anche turbative dal lato dell'offerta stanno contribuendo alle pressioni al rialzo sui prezzi. Le recenti avversità climatiche, tra cui le inondazioni in Pakistan e Australia, nonché la siccità in Cina e Russia, hanno influito sul rincaro dei generi alimentari, mentre le tensioni geopolitiche e le perturbazioni nell'offerta in Nord Africa e Medio Oriente stanno spingendo ulteriormente al rialzo i prezzi dell'energia. Sebbene questi sfavorevoli effetti di offerta siano destinati a diminuire con la normalizzazione delle condizioni meteorologiche e del panorama politico nei paesi produttori di energia, le condizioni di particolari mercati potrebbero continuare ad avere un ruolo rilevante. Ad esempio, i prezzi del carbone e del gas naturale potrebbero ricevere notevole impulso dai tentativi di abbandonare l'energia nucleare e, nel breve periodo, anche fattori di natura finanziaria sembrano aver influito sui prezzi dei prodotti primari (riquadro IV.B). Più in generale, fintantoché la domanda di alimentari e materie prime continuerà a essere sorretta dalla robusta crescita mondiale, i prezzi di questi prodotti potrebbero restare elevati o persino aumentare ancora.

## Riquadro IV.B – Prezzi delle merci e finanziarizzazione

Quale è stato il ruolo degli investitori finanziari nell'aumento del livello e della volatilità dei prezzi delle materie prime (grafico IV.B, diagramma di sinistra)? Negli ultimi anni gli strumenti finanziari collegati a tali merci, come i fondi indicizzati e gli *exchange traded fund*, hanno registrato una rapida espansione (grafico IV.B, diagramma di destra). Ciò sembrerebbe dovuto in misura considerevole al desiderio degli investitori istituzionali e al dettaglio di diversificare i loro portafogli. Per alcuni di essi gli investimenti in derivati su materie prime rappresentano uno strumento per beneficiare della rapida crescita della domanda aggregata proveniente dalle economie emergenti senza dover investire nei mercati finanziari locali, spesso ristretti. Ha contribuito a questa tendenza anche la ricerca di rendimento in un contesto di bassi tassi di interesse.

La maggiore presenza di investitori finanziari può influire sui prezzi delle materie prime in vari modi<sup>1</sup>. Da un lato, lo spessore e la liquidità dei mercati potrebbero aumentare, facilitando così le operazioni di copertura e riducendo la volatilità dei prezzi. Dall'altro, gli investimenti collegati a indici, in particolare, potrebbero accrescere la correlazione tra materie prime e altre attività, specie le azioni, e accentuare la volatilità dei corsi nella misura in cui la copertura delle posizioni rende la domanda di materie prime meno sensibile alle variazioni di prezzo.

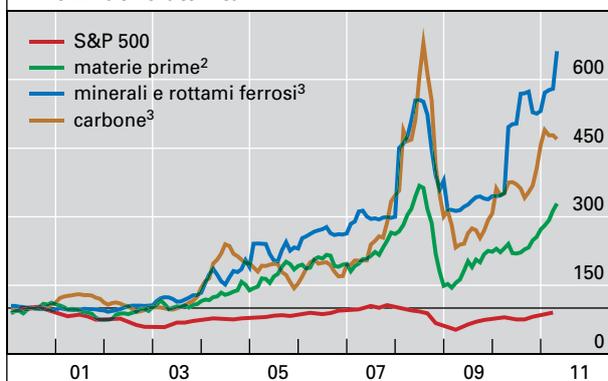
La ricerca recente convalida l'opinione secondo cui la finanziarizzazione sta influenzando le dinamiche dei prezzi a breve nei mercati delle materie prime<sup>2</sup>. Ciò sembra rispecchiare sia la reattività degli investitori finanziari alla diffusione di notizie sia le ingenti somme che impiegano negli scambi su merci. L'ascesa dei prezzi del petrolio fino a metà 2008 fornisce il più chiaro riscontro empirico del notevole scostamento dei prezzi da quelli impliciti nelle condizioni di fondo della domanda e dell'offerta, prodotto dagli investimenti finanziari. Per le materie prime non petrolifere vi sono scarse indicazioni che gli investimenti finanziari abbiano esercitato un impatto significativo sui prezzi. Il fatto che anche le quotazioni del carbone e dei minerali ferrosi – non inclusi negli indici standard – siano aumentate convalida la tesi secondo cui la domanda e l'offerta fisiche hanno continuato a rappresentare la principale determinante dei prezzi delle materie prime.

In sintesi, mentre i fattori tradizionali di domanda e di offerta hanno tuttora incidenza sui prezzi delle merci, vi sono crescenti indizi secondo cui la formazione e la dinamica dei prezzi nei mercati dei futures su materie prime mostrano profili sempre più assimilabili a quelli dei mercati tradizionali delle attività finanziarie, ivi inclusi i cambiamenti nell'avversione al rischio degli investitori e gli episodi di comportamenti gregari. Saranno necessari ulteriori studi di ricerca per comprendere meglio l'impatto degli investimenti finanziari sui prezzi delle materie prime.

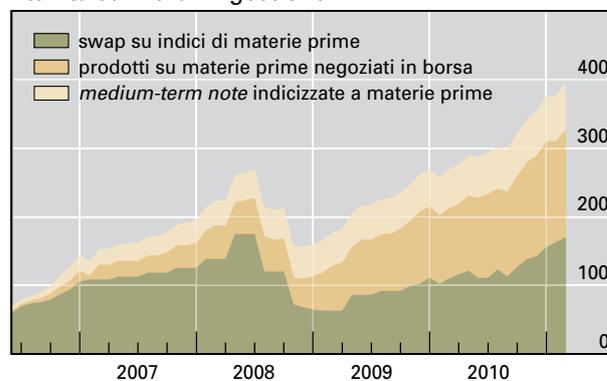
<sup>1</sup> Cfr. S. Irwin e D. Sanders, "Index funds, financialization and commodity futures markets", *Applied Economic Perspectives and Policy*, 2011, pagg. 1-31 e K. Tang e W. Xiong, "Index investment and financialization of commodities", *NBER Working Papers*, n. 16385, settembre 2010. <sup>2</sup> Per una rassegna, cfr. K. Singleton, "Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices", *Stanford University Working Paper*, marzo 2011.

### Finanziarizzazione delle materie prime

Prezzi delle attività<sup>1</sup>



Attività su merci in gestione<sup>4</sup>



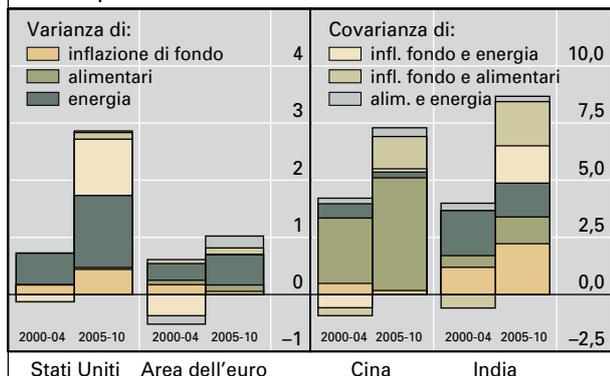
<sup>1</sup> Media 2000 = 100. <sup>2</sup> Indice generale delle materie prime elaborato da Goldman Sachs. <sup>3</sup> Indice HWWI. <sup>4</sup> Dati di Barclays Capital, in miliardi di dollari USA.

Fonti: Barclays Capital; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

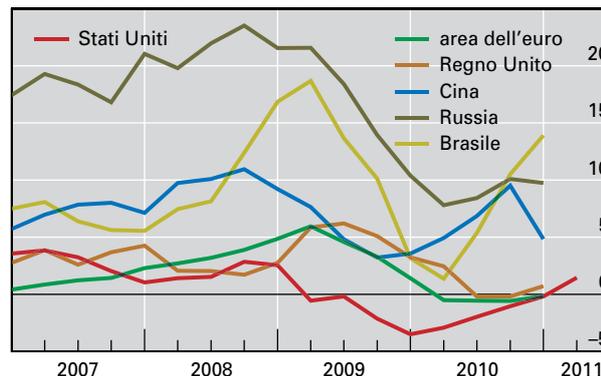
Grafico IV.B

## Volatilità dell'inflazione e pressioni salariali

### Scomposizione della volatilità dell'inflazione<sup>1</sup>



### Misure dei costi unitari del lavoro<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Scomposizione della varianza delle variazioni sul mese corrispondente dell'anno precedente dell'indice generale dei prezzi al consumo (per l'India, indice dei prezzi all'ingrosso). Il calcolo si basa su ponderazioni costanti delle componenti dell'IPC. La covarianza è moltiplicata per due. <sup>2</sup> Variazioni sull'anno precedente, in percentuale; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. Per Cina, Russia e Brasile, si utilizza come proxy la variazione del rapporto fra i salari o le remunerazioni totali dei lavoratori dipendenti e il PIL reale non essendo disponibile alcuna misura ufficiale dei costi unitari del lavoro.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.6

La volatilità dell'inflazione è aumentata ...

Dal 2005 l'inflazione nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti è stata molto più volatile che nel periodo 2000-04, soprattutto a causa della variabilità delle componenti energetica e alimentare all'interno dell'indice dei prezzi al consumo (grafico IV.6, diagramma di sinistra).

... e sta crescendo il rischio di effetti di secondo impatto

L'impennata dei prezzi delle materie prime ha inoltre suscitato il timore di un significativo incremento dell'inflazione di fondo come effetto di secondo impatto. Vi sono chiare indicazioni di crescenti spinte salariali in alcune delle maggiori economie emergenti (grafico IV.6, diagramma di destra). In questi paesi il ridotto livello di capacità inutilizzata e la perdurante inflazione hanno contribuito a innalzare le richieste salariali. Inoltre, data la natura globalizzata di molti dei canali di offerta le pressioni inflazionistiche di fondo nelle economie avanzate sono indirettamente influenzate dall'accelerazione dei costi unitari del lavoro nelle economie emergenti. Di fatto, i margini di profitto potrebbero essersi ristretti e un'ulteriore compressione dei margini di prezzo dovuta all'aumento dei costi potrebbe costringere infine le imprese a trasferire sui consumatori una quota maggiore dell'incremento dei prezzi a livello di input. Di conseguenza, nelle economie avanzate l'inflazione di fondo potrebbe aumentare per l'effetto indotto dai canali di distribuzione globali, malgrado la dinamica moderata dei salari nei mercati nazionali del lavoro.

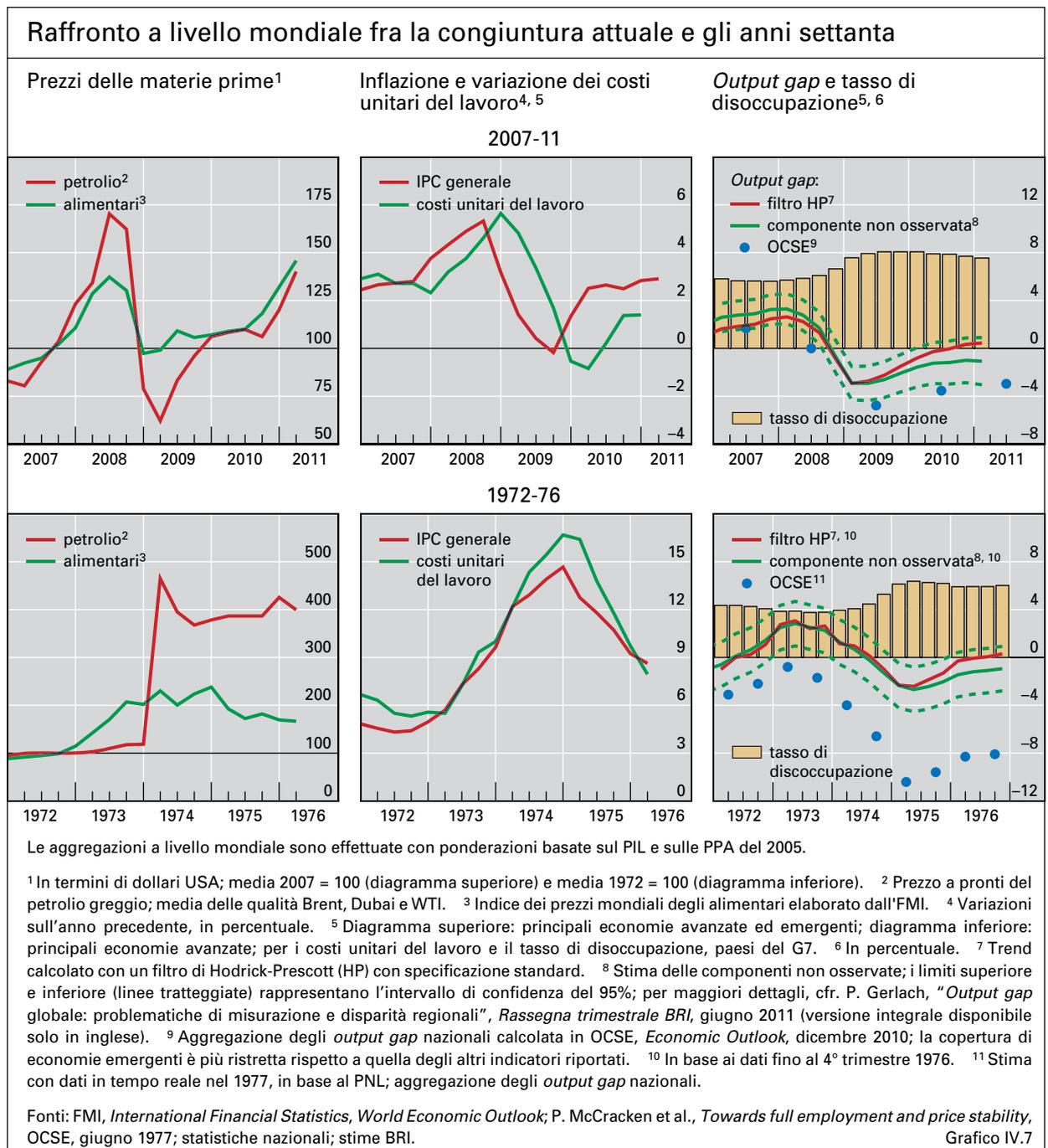
### Stadio della ripresa e rischi di surriscaldamento

Prosegue la ripresa mondiale ma permangono rischi

Il secondo fattore chiave che influenza il ritmo dell'inasprimento è il livello di capacità inutilizzata nell'economia. Lo scorso anno la ripresa si è allargata, acquistando slancio nei paesi avanzati e proseguendo a ritmi sostenuti nelle economie emergenti. Per il 2011 Consensus Economics prevede una crescita del 3,7% a livello mondiale, del 2,0% nelle economie avanzate e del 6,1% in quelle emergenti. Le migliorate condizioni macroeconomiche rispecchiano in misura non trascurabile l'efficacia delle misure straordinarie di politica monetaria e di bilancio adottate in risposta alla crisi finanziaria. Tuttavia, dallo

scorso anno vi sono sempre più elementi a conferma di un maggior contributo alla crescita da parte di componenti cicliche autosufficienti del settore privato.

I tassi persistentemente elevati di disoccupazione in alcuni paesi sono spesso interpretati come sintomatici di un significativo eccesso di offerta di lavoro. Per l'economia nel suo insieme, alcune misure dell'*output gap* (scarto tra prodotto effettivo e potenziale) evidenziano a loro volta ampi margini di capacità inutilizzata. In particolare, le stime strutturali dell'*output gap* che tengono conto anche di funzioni di produzione e altre relazioni macroeconomiche strutturali (cfr. le stime OCSE indicate dai punti nel diagramma in alto a destra del grafico IV.7) rivelano attualmente un ampio scarto negativo (ossia, un prodotto effettivo molto più basso di quello potenziale). Le proiezioni delle



stime strutturali fanno ritenere che il divario dovrebbe colmarsi solo lentamente e quindi contenere per un certo tempo le pressioni sui prezzi<sup>3</sup>.

Altre misure dell'*output gap* indicano tuttavia che il margine di sottoutilizzo della capacità potrebbe essere molto minore in diverse economie e, in media, a livello mondiale. Per esempio, alcune misure statistiche relative all'economia globale indicano che è in atto un sostanziale restringimento, se non la chiusura vera e propria, di questo margine (grafico IV.7, diagramma in alto a destra). Le misure di utilizzo della capacità ricavate dalle indagini, disponibili con frequenza elevata, segnalano a loro volta un basso margine inutilizzato.

Le prospettive meno favorevoli per l'inflazione sono convalidate anche dai bruschi rincari delle materie prime e dalle evidenze di condizioni sempre più tese nei mercati del lavoro delle economie emergenti. Esse rispecchiano altresì la possibilità che il prodotto potenziale nelle economie avanzate abbia risentito negativamente della crisi finanziaria internazionale più di quanto comunemente ritenuto. In particolare, le dinamiche del prodotto potenziale potrebbero accusare gli effetti negativi sui consumi e sulle prospettive di investimento determinati dall'elevato debito sia privato che pubblico. Inoltre, gli ingenti investimenti effettuati prima della crisi, ad esempio nel settore delle costruzioni, potrebbero rivelarsi molto meno produttivi di quanto inizialmente previsto (Capitolo II). In linea generale, il rilevamento e la quantificazione dei cambiamenti intervenuti nella struttura dell'economia richiedono tempo. Pertanto, se da un lato le misure statistiche possono sovrastimare la rapidità con cui l'*output gap* si sta colmando, dall'altro i modelli strutturali potrebbero sottostimarla<sup>4</sup>.

Le pressioni inflazionistiche originate dai crescenti prezzi delle materie prime e dalla possibile sopravvalutazione del potenziale economico riportano alla memoria gli anni settanta. A quell'epoca, i prezzi dei prodotti alimentari – che vengono fissati nei mercati delle aste mondiali e reagiscono quindi prontamente alle pressioni della domanda globale – erano stati i primi a muoversi verso l'alto, con grande anticipo sull'impennata dei prezzi del petrolio (grafico IV.7, diagramma in basso a sinistra). Ne seguì una spirale ascendente di aumenti dell'inflazione generale e dei costi unitari del lavoro, che si rafforzarono vicendevolmente (diagramma in basso al centro). Nello stesso tempo, i tassi di disoccupazione stavano raggiungendo nuovi massimi e l'evidente emergere di un ampio *output gap* negativo durante il decennio, così come misurato all'epoca dall'OCSE, stava a indicare un considerevole margine di sottoimpiego nell'economia (diagramma in basso a di destra).

Oggi appare chiaro con il senno di poi che a quell'epoca le misure convenzionali del sottoimpiego erano grossolanamente sovrastimate. Il rialzo del tasso di disoccupazione era in gran parte dovuto a cambiamenti strutturali nei mercati del lavoro. Il rallentamento dell'attività economica veniva erroneamente

<sup>3</sup> Per un raffronto tra le diverse misure dell'*output gap* negli Stati Uniti, cfr. J. Weidner e J. Williams, "How big is the output gap?", *FRBSF Economic Letter*, n. 2009-19, 12 giugno 2009 e aggiornamento del 28 gennaio 2011, [www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html](http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html).

<sup>4</sup> Cfr. P. Gerlach, "Output gap globale: problematiche di misurazione e disparità regionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011 (versione integrale disponibile solo in inglese).

Di fronte all'incertezza circa il margine di capacità inutilizzata ...

... le sfide per le autorità monetarie presentano analogie con quelle degli anni settanta ...

attribuito soprattutto alla carenza di domanda piuttosto che a una sostanziale flessione della crescita del prodotto potenziale. In altre parole si riteneva che l'*output gap* stimato fosse alquanto ampio e persistente, mentre in realtà non lo era. Ciò risulta evidente se si considera la differenza tra le stime OCSE in tempo reale basate su misure strutturali (grafico IV.7, diagramma in basso a destra) e le stime rettifiche in base ai dati correnti<sup>5</sup>. Questa errata valutazione spiega perché la politica monetaria finì per essere all'epoca troppo accomodante per troppo tempo.

Il contesto economico odierno appare ben diverso da quello degli anni settanta. In particolare, gli sviluppi salariali nelle economie avanzate sono oggi molto meno correlati alle dinamiche interne dell'*output gap* e dei prezzi al consumo. Al riguardo, la globalizzazione, la maggiore flessibilità dei mercati del lavoro e il conseguimento della stabilità dei prezzi hanno svolto un ruolo fondamentale. Nondimeno, l'aumento dei costi unitari del lavoro in alcune importanti economie emergenti rappresenta un pericolo per la stabilità dei prezzi a livello mondiale a causa della rilevanza di tali economie nelle catene di distribuzione. Ne consegue che la situazione attuale, per quanto diversa sotto molti aspetti da quella degli anni settanta, potrebbe comunque porre le autorità monetarie di fronte a sfide che presentano più analogie con quel periodo di quanto sembrerebbe a prima vista.

Alla luce di ciò, le banche centrali devono continuare a vigilare con la massima attenzione sul riemergere di spinte inflazionistiche. E dovrebbero farlo anche laddove l'evidenza sembra contrastare con le stime convenzionali di sottoutilizzo della capacità e gli sviluppi salariali a livello interno. Vigilanza e un tempestivo inasprimento della politica monetaria sia nelle economie emergenti sia in quelle avanzate saranno essenziali per mantenere saldamente ancorate le aspettative di inflazione, preservare un contesto di bassa inflazione a livello mondiale e rafforzare la credibilità dell'impegno antinflazionistico delle banche centrali.

#### *Valutazione dell'attuale orientamento della politica monetaria*

In che misura la politica monetaria dovrebbe essere inasprita per tenere sotto controllo l'inflazione? Le regole Taylor stimate, che raccordano il livello dei tassi ufficiali all'inflazione e all'*output gap*, indicano che tale livello è troppo basso. Ciò vale sia per un ampio numero di singoli paesi, per i quali i tassi ufficiali impliciti nella regola Taylor sono decisamente più alti di quelli osservabili attualmente (osservazioni sopra la linea a 45° nel diagramma di sinistra del grafico IV.8), sia in media per l'economia mondiale (diagramma di destra).

Ovviamente le regole Taylor tradizionali potrebbero non essere in grado di rappresentare l'intera gamma di *trade-off* che si pongono alle banche centrali nel fissare il tasso ufficiale. Esse non tengono conto di diversi fattori rilevanti nel contesto attuale, come i perduranti vincoli di natura finanziaria originati

<sup>5</sup> Per una valutazione in tempo reale della stagflazione degli anni settanta, cfr. P. McCracken et al., *Towards full employment and price stability*, OCSE, giugno 1977. Per ulteriori approfondimenti sulla sovrastima degli *output gap* negli anni settanta cfr. BRI, 75<sup>a</sup> *Relazione annuale*, giugno 2005 e A. Orphanides, "The quest for prosperity without inflation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n. 3, aprile 2003, pagg. 633-663.

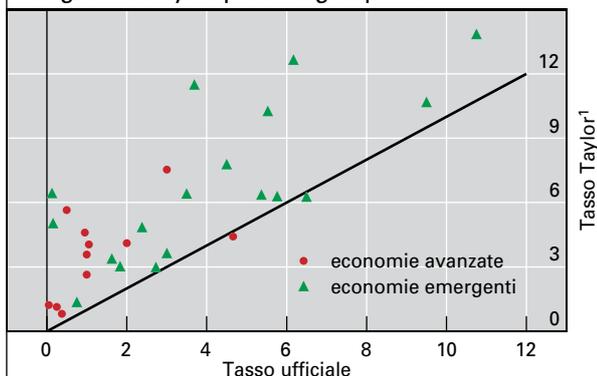
... anche se il contesto economico odierno appare diverso

I tassi ufficiali restano troppo bassi in una prospettiva storica ...

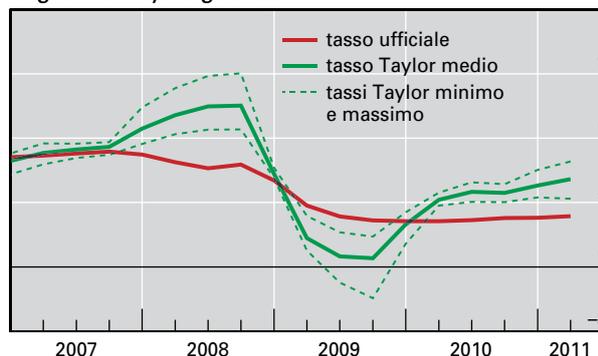
## Orientamento della politica monetaria

In percentuale

Regole di Taylor per i singoli paesi<sup>1</sup>



Regole di Taylor globali<sup>2</sup>



Le regole di Taylor sono calcolate come  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , dove  $\pi$  è la misura dell'inflazione e  $y$  la misura dell'*output gap*.  $r^*$  e  $\pi^*$  sono calcolati come livello medio a posteriori rispettivamente del tasso di interesse reale e del tasso di inflazione a partire dal 1° trimestre 2000.

<sup>1</sup>Tassi di interesse impliciti nella regola di Taylor per il 4° trimestre 2010 in base all'inflazione dei prezzi al consumo e all'*output gap* calcolato applicando un filtro HP. <sup>2</sup>Regole di Taylor calcolate per gli aggregati mondiali costruiti utilizzando le medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005 di tassi ufficiali, inflazione e PIL nazionali. Le regole di Taylor sono calcolate per tutte le combinazioni fra le tre misure dell'inflazione (generale, di fondo e previsioni di consensus) e le misure dell'*output gap* ottenute mediante tre modi diversi di calcolo del prodotto potenziale (filtro HP, trend quadratico e componenti non osservate). Il grafico riporta i tassi Taylor medio, massimo e minimo per tutte le nove combinazioni considerate.

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

Grafico IV.8

dalla crisi e gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali adottate di recente. Queste ultime rendono le condizioni monetarie molto più accomodanti di quanto indichi la differenza tra tasso ufficiale effettivo e tasso implicito nelle regole Taylor stimate.

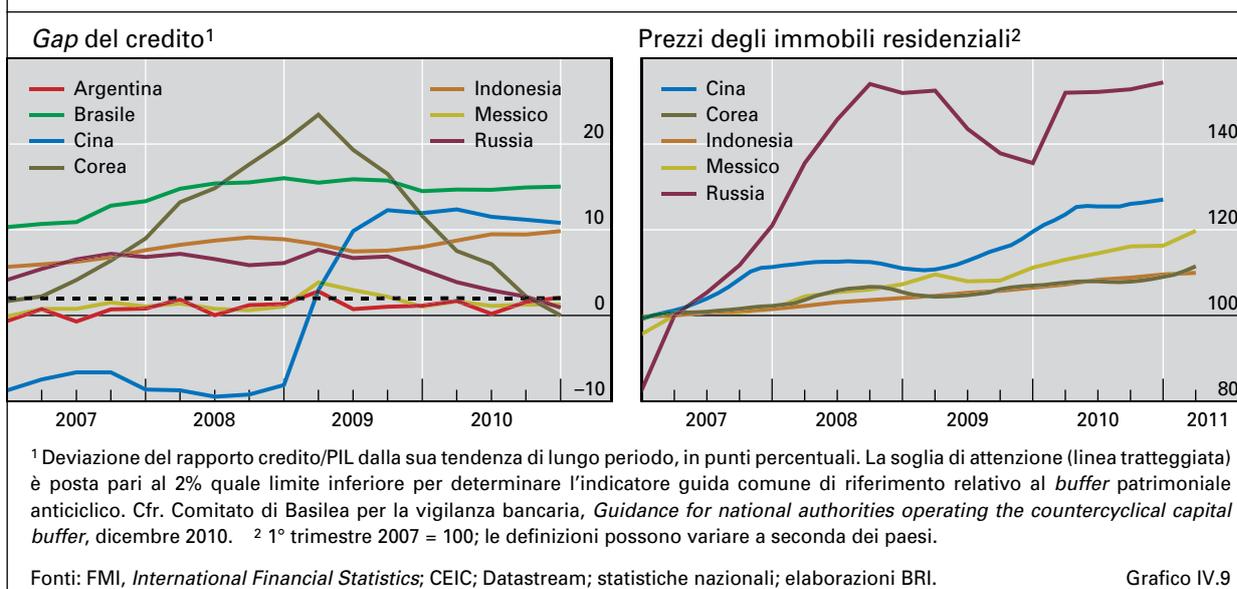
... creando rischi per la stabilità dei prezzi e del sistema finanziario

L'attuale orientamento monetario condiscendente rafforza quindi i timori circa le minacce per la stabilità dei prezzi. Esso potrebbe al tempo stesso favorire la ricomparsa di rischi per la stabilità finanziaria. In particolare, nelle economie emergenti è presente il pericolo di un accumulo di squilibri finanziari analoghi a quelli osservati nei paesi avanzati negli anni immediatamente precedenti la crisi globale. In molte di queste economie il rapporto credito/PIL, i prezzi degli immobili residenziali e i corsi azionari sono aumentati rapidamente lo scorso anno (grafico IV.9 e grafico I.2, diagramma di destra). Siffatti sviluppi sono alimentati anche da cospicui afflussi di capitali (grafico I.2, diagramma centrale).

L'inasprimento monetario nelle economie emergenti è stato disincentivato dal timore che potesse rafforzare gli afflussi di capitali e l'apprezzamento del cambio. In alternativa, sono state nondimeno prese misure per contrastare l'accumulo di squilibri finanziari, tra cui l'impiego di strumenti macroprudenziali (come limiti ai rapporti fra valore del prestito e della garanzia e fra servizio del debito e reddito), l'innalzamento degli obblighi di riserva e in alcuni casi controlli sui movimenti di capitali (come la tassazione degli afflussi di capitali a breve termine)<sup>6</sup>. Tutti questi provvedimenti non possono tuttavia sostituirsi

<sup>6</sup> Per una rassegna degli strumenti macroprudenziali e del loro impiego, cfr. CSFG, "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", *CGFS Papers*, n. 38, maggio 2010.

## Gap del credito e prezzi degli immobili residenziali nelle economie emergenti



a un inasprimento della politica monetaria e a una maggiore flessibilità dei rapporti di cambio<sup>7</sup>.

Per i paesi avanzati più colpiti dalla crisi un indebito ritardo nel normalizzare l'orientamento della politica monetaria comporta il rischio di gravi distorsioni nei mercati finanziari, di rinvii nella riduzione del *leverage* e di un'errata allocazione delle risorse<sup>8</sup>. Inoltre, le condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti nelle economie avanzate sono probabilmente state un importante fattore all'origine degli ampi flussi di capitali osservati di recente verso le economie emergenti.

In effetti, una delle lezioni apprese dalla crisi è proprio che gli interventi di politica monetaria effettuati in un paese possono avere pesanti ripercussioni su altre economie. Un approccio esclusivamente incentrato sul contesto nazionale non è in grado di cogliere le implicazioni globali dei comportamenti collettivi delle banche centrali. Nel periodo precedente la crisi, ad esempio, i livelli eccezionalmente bassi dei tassi ufficiali nelle principali economie avanzate si sono trasmessi al resto del mondo attraverso l'azione di contrasto all'apprezzamento del cambio. Ne è risultato un orientamento monetario globale insolitamente accomodante in un contesto di forte crescita mondiale. Un altro esempio è fornito dal ruolo dei prezzi delle materie prime nella formulazione della politica monetaria. Di norma, le banche centrali considerano questi prezzi come esogeni, spesso escludendoli dall'indice dei prezzi prescelto come principale guida per la politica monetaria. Tuttavia, i prezzi dei prodotti primari, determinati nei mercati d'asta mondiali, possono essere influenzati dalle condizioni monetarie globali e risultare quindi endogeni rispetto alle azioni collettive delle banche centrali. Come sostenuto nel riquadro IV.B, il

Occorre che le banche centrali tengano conto più compiutamente ...

... delle implicazioni globali delle loro azioni collettive

<sup>7</sup> Cfr. J. Caruana, "Capital flows to the emerging market economies: a perspective on policy challenges", intervento alla 46<sup>a</sup> conferenza dei Governatori della SEACEN, Colombo, Sri Lanka, 24-26 febbraio 2011.

<sup>8</sup> Per un approfondimento, cfr. BRI, 80<sup>a</sup> *Relazione annuale*, giugno 2010, Capitolo III.

recente aumento dei prezzi delle materie prime potrebbe essere ricollegato anche alla ricerca di rendimento innescata da politiche monetarie oltremodo accomodanti a livello mondiale. In base a queste considerazioni è auspicabile da parte delle banche centrali l'adozione di un approccio che tenga maggiormente conto degli effetti collaterali globalmente prodotti dalle loro politiche monetarie (Capitolo III). A maggior ragione è quindi necessario raggiungere un consenso internazionale sul modo in cui conseguire una crescita equilibrata non inflazionistica.

## Sintesi

Nell'attuale contesto monetario le autorità sono chiamate ad affrontare una serie di sfide impegnative. L'aumento della dimensione e complessità dei bilanci delle banche centrali risultante dalle politiche monetarie non convenzionali e dall'accumulo di riserve valutarie comporta rischi che, se non fronteggiati, potrebbero in ultima istanza impattare sulla credibilità della politica monetaria. Nello stesso tempo, l'impennata dei prezzi delle materie prime ha sospinto l'inflazione generale a livelli problematici in molte economie, mentre i più stringenti vincoli di capacità hanno accentuato il pericolo di effetti inflazionistici indotti. Questi crescenti rischi di inflazione sollecitano un rialzo dei tassi ufficiali, ma in alcune economie avanzate tale manovra deve essere tuttora soppesata alla luce delle vulnerabilità create dal protratto aggiustamento dei bilanci dei settori privato e pubblico e dalla persistente fragilità del settore finanziario. Tuttavia, il prolungato periodo di tassi ufficiali molto bassi rischia di causare serie distorsioni finanziarie, un'errata allocazione delle risorse e ritardi nella necessaria riduzione dei livelli di debito nei paesi avanzati più colpiti dalla crisi. Inoltre, in alcune economie emergenti si scorgono i segnali di un nuovo accumulo di squilibri finanziari.

Un orientamento più restrittivo della politica monetaria a livello mondiale è necessario al fine di contenere le pressioni inflazionistiche e scongiurare i rischi per la stabilità finanziaria. Esso è altresì essenziale se si vuole preservare la credibilità dell'impegno antinflazionistico conquistata faticosamente dalle banche centrali, credibilità particolarmente importante nelle circostanze attuali in cui vi è il pericolo che gli elevati livelli del debito pubblico e privato siano percepiti come una limitazione alla capacità delle banche centrali di mantenere la stabilità dei prezzi. Le banche centrali dovranno forse prepararsi ad aumentare i tassi ufficiali a un ritmo più rapido di quanto avvenuto in precedenti episodi di inasprimento.