

VI. La politica monetaria a un bivio

La politica monetaria continua a essere straordinariamente accomodante: le banche centrali hanno mantenuto i tassi di riferimento molto bassi e hanno ulteriormente dilatato i propri bilanci. Sebbene queste misure abbiano svolto un ruolo importante nel gestire con successo la crisi e i suoi sviluppi immediati, si stanno manifestando timori riguardo all'efficacia decrescente di ulteriori azioni di politica monetaria e agli effetti collaterali negativi di un prolungato accomodamento. Varie importanti sfide attendono le banche centrali nel valutare i benefici di un ulteriore allentamento, nel prepararsi al futuro rientro dalle politiche non convenzionali e nel riconsiderare le caratteristiche del proprio regime di politica monetaria in un contesto più normale.

Questo capitolo dapprima passa in rassegna i recenti provvedimenti delle banche centrali sullo sfondo del generale attivismo mostrato dalla politica monetaria dall'inizio della crisi e considera le sfide a breve termine. Esso passa quindi a esaminare i problemi connessi con il futuro rientro dall'attuale impostazione della politica monetaria, nonché le implicazioni più a lungo termine dell'esperienza della crisi per quanto concerne i regimi di politica monetaria. Il capitolo conclude che la ricerca di strategie flessibili per un rientro ordinato e il difficile adeguamento, anche se non la riforma radicale, dell'assetto di politica monetaria pre-crisi costituiranno importanti priorità per le banche centrali.

La politica monetaria e la crisi

Due principali tendenze interrelate hanno caratterizzato la conduzione della politica monetaria nel corso degli ultimi cinque anni. In primo luogo, i tassi ufficiali sono stati abbassati e mantenuti bassi in tutte le aree economiche (grafico VI.1). Agli inizi del 2009 gran parte delle banche centrali delle maggiori economie avanzate aveva ridotto i tassi di interesse fino a raggiungere la loro soglia minima di fatto, soglia dove si situano tuttora, a quattro anni di distanza. La Federal Reserve ha suggellato la politica di tassi bassi con l'adozione di criteri guida prospettici (forward guidance) che collegano la durata dell'orientamento monetario a obiettivi di disoccupazione e di inflazione. La BCE ha mantenuto bassi i tassi di riferimento dagli inizi del 2009. Dopo averli innalzati a due riprese nel 2011, li ha quindi riabbassati, portandoli di recente a nuovi minimi. In termini reali, era dagli anni settanta che i tassi ufficiali nelle maggiori economie avanzate non erano più stati così a lungo negativi.

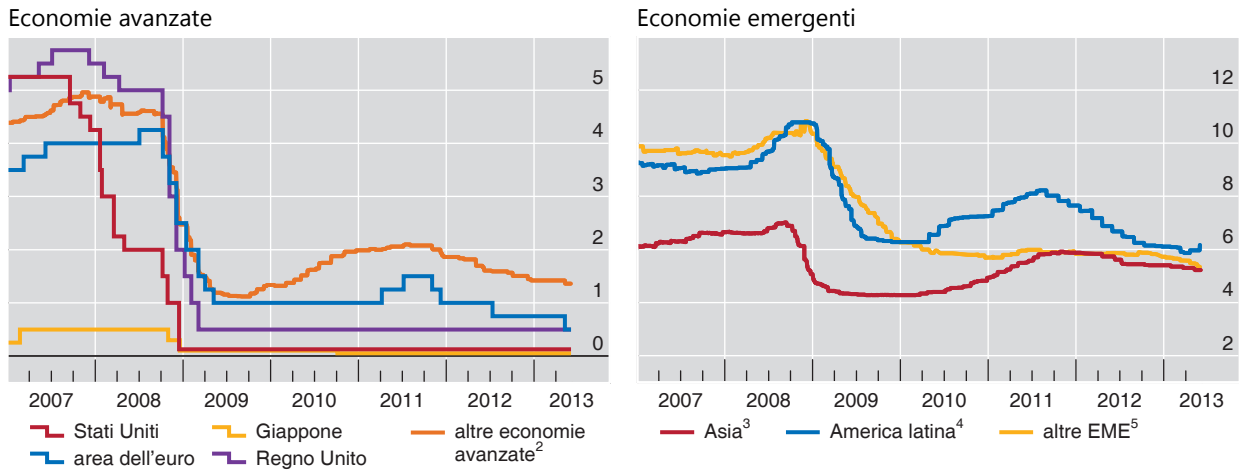
Anche in altre economie avanzate e nei paesi emergenti i tassi ufficiali hanno avuto una tendenza decrescente (grafico VI.1). E sebbene in termini nominali siano in genere rimasti ben al di sopra della soglia zero, in termini reali sono parimenti scesi a livelli molto bassi, specie se si considera la migliore performance dell'economia e l'andamento più sostenuto dei mercati delle attività e del credito rispetto alle maggiori economie avanzate.

La seconda tendenza fondamentale della politica monetaria in questo periodo è stata la massiccia espansione dei bilanci delle banche centrali, sia in valore assoluto sia in percentuale del PIL (grafico VI.2). Dalla fine del 2007 il totale mondiale delle attività detenute dalle banche centrali è pressoché raddoppiato, salendo a circa \$20 trilioni, ossia a poco più del 30% del PIL mondiale. Nelle economie emergenti dell'Asia le attività delle banche centrali ammontano a oltre il

Tassi ufficiali¹

In percentuale

Grafico VI.1



¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; per le fasce obiettivo, punto centrale. I dati aggregati sono medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ³ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁵ Altre economie emergenti (EME): Arabia Saudita, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

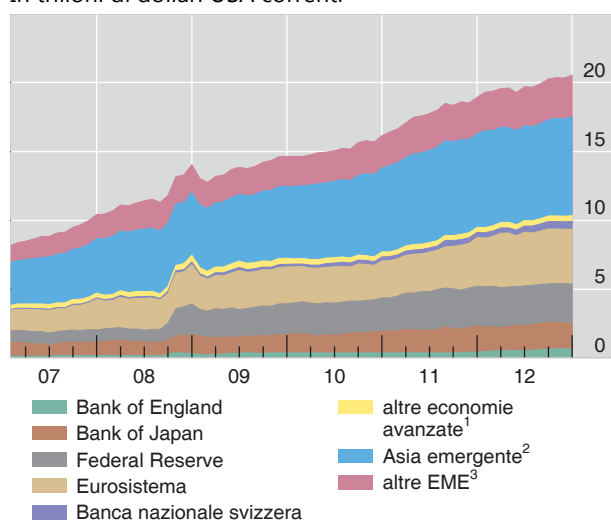
50% del PIL, una percentuale invariata dalla fine del 2007, poiché in questa regione il PIL è anch'esso fortemente aumentato durante il periodo. In Svizzera detto rapporto ha di recente raggiunto l'85% in seguito all'ingente aumento delle riserve valutarie della banca centrale (salite a circa \$470 miliardi a fine 2012) causato dagli interventi in difesa del cambio minimo rispetto all'euro.

Unitamente all'espansione dei bilanci, nelle principali economie avanzate si è avuto un sensibile allungamento della scadenza delle attività delle banche centrali, dovuto all'evoluzione delle misure non convenzionali di politica monetaria poste in atto dal 2007 (grafico VI.3). Nella prima fase della crisi, infatti, le banche centrali avevano incrementato il credito overnight e a breve termine concesso alle istituzioni finanziarie, al fine di contrastare le tensioni sui mercati monetari. In seguito, la Federal Reserve, la Bank of Japan e la Bank of England hanno varato programmi su vasta scala per l'acquisto di titoli di debito privato e pubblico a più lungo termine, nell'intento di fornire uno stimolo monetario addizionale in presenza di tassi ufficiali già alla soglia minima, abbassando i rendimenti a più lunga scadenza.

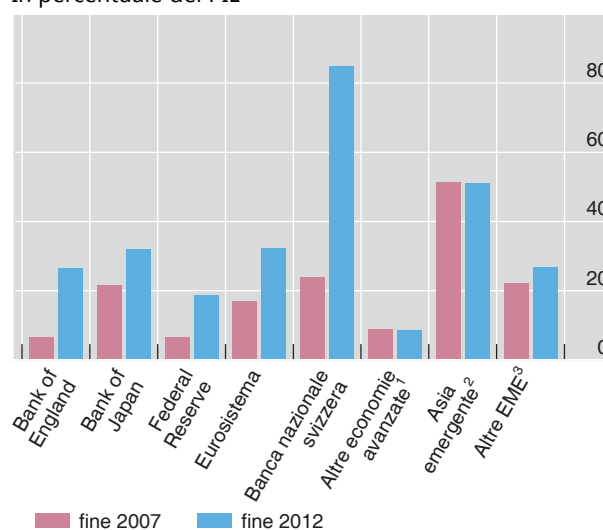
L'azione della BCE è stata rivolta soprattutto a correggere il malfunzionamento del processo di trasmissione degli impulsi monetari nell'area dell'euro. A questo scopo la BCE ha effettuato operazioni addizionali di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e programmi di acquisto di titoli mirati ai segmenti illiquidi dei mercati dei titoli obbligazionari privati e pubblici. Di conseguenza, sebbene le acquisizioni definitive di titoli da parte dell'Eurosistema siano rimaste contenute in confronto a quelle delle altre tre maggiori banche centrali, si è allungata la duration delle sue operazioni di rifinanziamento.

Nell'attuale congiuntura le quattro maggiori banche centrali perseguono differenti strategie di bilancio per affrontare le specifiche difficoltà economiche e finanziarie che si pongono loro. La Federal Reserve sta attuando un programma illimitato di acquisti di attività finanziarie per un ammontare mensile di \$85 miliardi, comprendente anche mortgage-backed securities (MBS) e titoli del Tesoro. Tale

In trilioni di dollari USA correnti



In percentuale del PIL



¹ Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia. ² Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali.

programma, unitamente al succitato sistema di criteri guida prospettici, ha spinto ai minimi storici la curva dei rendimenti USA, nell'intento di stimolare la domanda aggregata. La Fed ha annunciato che il ritmo e l'ammontare finale del programma saranno determinati dall'andamento del mercato del lavoro e dell'inflazione.

Il programma di finanziamento della Bank of England (Funding for Lending Scheme, FLS) si prefigge di accrescere l'offerta di credito all'economia reale. In parte ciò è ottenuto sussidiando i costi della provvista delle imprese finanziarie. L'ampliamento dell'FLS nella prima parte di quest'anno è motivato da taluni segni iniziali di successo nello stimolare l'attività di prestito, ma anche dai timori per le perduranti disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il programma ampliato mira ad accrescere gli incentivi delle banche a finanziare le imprese medio-piccole.

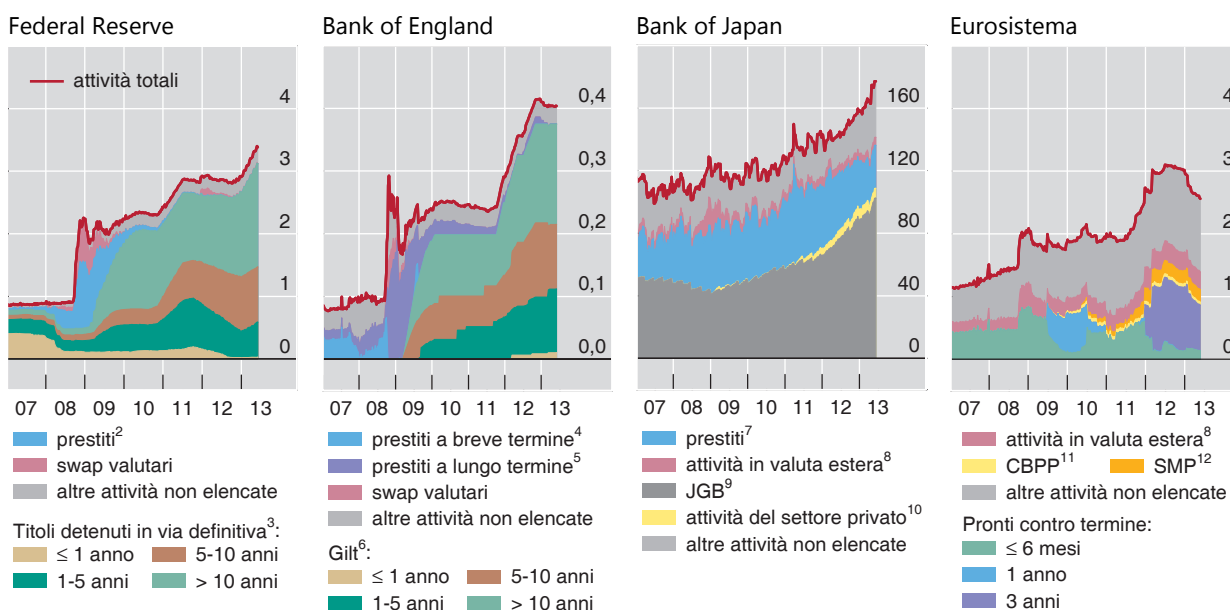
Le operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE affrontano il rischio di ridenominazione nell'area dell'euro. Fornendo liquidità a sostegno dei mercati del debito sovrano, le ODM mirano ad assicurare l'integrità della politica monetaria nell'intera area. L'attivazione delle ODM è subordinata all'osservanza di rigorosi criteri nel quadro di un adeguato programma di assistenza finanziaria della European Financial Stability Facility (EFSF) o del Meccanismo europeo di stabilità (MES). Le ODM non sono ancora state ufficialmente attivate, ma il loro mero annuncio ha ridotto i rischi di eventi negativi estremi nell'area dell'euro (Capitolo II).

La Bank of Japan ha lanciato un piano di allentamento monetario qualitativo e quantitativo che intende raddoppiare la base monetaria e il volume in essere dei titoli di Stato e degli exchange-traded fund nipponici, e più che duplicare la scadenza media degli acquisti di titoli di Stato. Il piano si iscrive in un'azione di più ampio respiro del governo e della banca centrale volta a sconfiggere la deflazione e a promuovere una crescita economica sostenibile. Lo stesso piano contempla anche l'innalzamento, dall'1 al 2% di inflazione annua, dell'obiettivo di stabilità dei prezzi perseguito, e l'adozione della base monetaria, in luogo del tasso sui depositi

Dimensioni e composizione dei bilanci delle banche centrali¹

In trilioni delle rispettive unità monetarie

Grafico VI.3



¹ Per Bank of England e Federal Reserve, scomposizione in base alla vita residua; per l'Eurosistema, scomposizione delle operazioni pronti contro termine in essere in base alla scadenza originaria. ² Importi in essere di operazioni pronti contro termine, Term Auction Facility, altri prestiti e consistenze nette di portafoglio della Commercial Paper Funding Facility LLC. ³ Titoli del Tesoro USA, mortgage-backed securities e debito delle agenzie federali; valore facciale. ⁴ A una settimana, con scadenza diversa ricompresa nel periodo di mantenimento e operazioni pronti contro termine di regolazione puntuale. ⁵ Operazioni pronti contro termine a più lunga scadenza. ⁶ Titoli detenuti nell'ambito dell'Asset Purchase Facility; proventi. ⁷ Crediti pronti contro termine esigibili e prestiti, esclusi quelli al fondo di tutela dei depositi. ⁸ Comprese le aste di liquidità in dollari USA. ⁹ Titoli di Stato giapponesi. ¹⁰ Commercial paper, obbligazioni societarie, exchange-traded fund e titoli di fondi di investimento immobiliare quotati. ¹¹ Covered bond detenuti nell'ambito del Programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) 1 e del CBPP 2. ¹² Titoli detenuti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari (SMP).

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

overnight non garantiti (call rate), come principale variabile obiettivo nelle operazioni sul mercato monetario. Anche se al momento di andare in stampa le aspettative di inflazione risultavano in ascesa, in base sia ai parametri di mercato sia alle indagini campionarie è ancora prematuro giudicare l'impatto del piano.

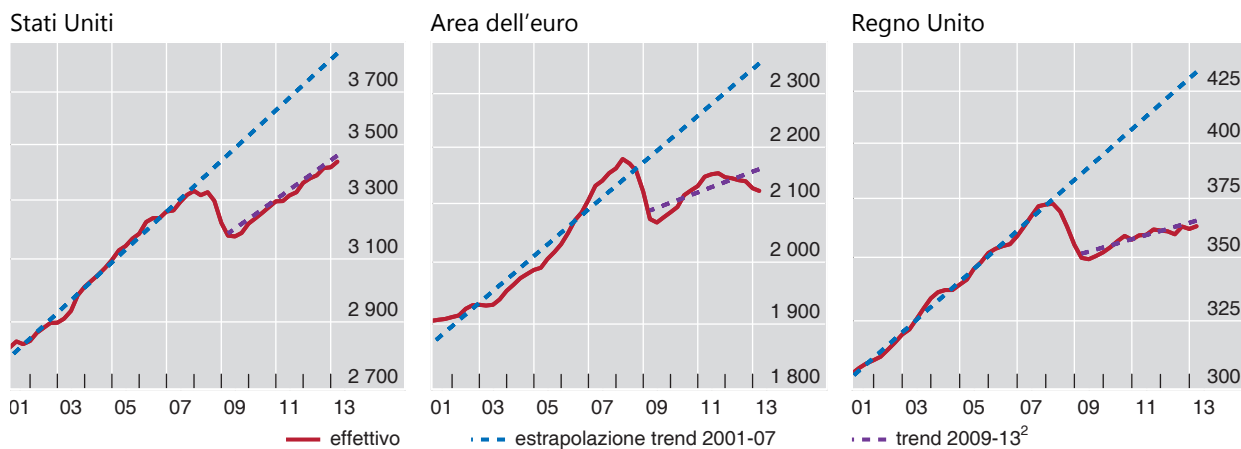
Al di fuori delle maggiori economie avanzate, l'espansione degli attivi delle banche centrali è principalmente dovuta al forte accumulo di valuta estera. Molti paesi emergenti dell'Asia hanno accresciuto le riserve valutarie in seguito alla crisi nell'azione di contrasto all'apprezzamento delle rispettive monete. Anche se l'accumulazione è rallentata negli ultimi anni, lo stock di riserve valutarie in queste economie è enorme. A fine 2012 esso ammontava a oltre \$5 trilioni, pari a circa la metà delle riserve valutarie mondiali (tabella II.1). Per giunta, attualmente tali paesi detengono un volume di riserve superiore ai tradizionali parametri di adeguatezza.

Nell'insieme, l'azione condotta dalle banche centrali dall'inizio della crisi ha svolto un ruolo stabilizzante di importanza cruciale, dapprima neutralizzando le spinte al collasso finanziario e poi sostenendo la ripresa dell'economia reale. Tuttavia, l'attività economica è rimasta ben al disotto dei valori medi pre-crisi negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (grafico VI.4), mentre i tassi di disoccupazione si sono mantenuti ostinatamente elevati, specie nel confronto con le riprese di precedenti cicli economici. Questa situazione spiega in parte perché lo scorso anno le banche centrali abbiano varato ulteriori misure e perché alcune di

PIL in termini reali¹

Dati trimestrali, in miliardi delle rispettive unità monetarie

Grafico VI.4



¹ Dati destagionalizzati, su scala logaritmica. ² Primo trimestre.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

esse considerino idee ancora più radicali, come l'adozione di un obiettivo in termini di PIL nominale o la monetizzazione dei disavanzi fiscali.

Pur essendo riuscita a contenere la crisi, per varie ragioni la politica monetaria non è stata all'altezza delle aspettative iniziali. A questo proposito potrebbe essere stato inopportuno assumere la precedente evoluzione del PIL come parametro di riferimento. Quantomeno nei paesi al centro della crisi finanziaria, è probabile che la traiettoria sostenibile del PIL sia stata sovrastimata. I boom finanziari tendono a occultare le distorsioni strutturali nell'allocazione delle risorse e a gonfiare la crescita del prodotto. Questi squilibri vengono pienamente alla luce soltanto nelle successive fasi di contrazione, con la recessione patrimoniale che ne consegue (Capitolo III). Numerosi riscontri empirici mostrano che la traiettoria del PIL potenziale tende ad abbassarsi all'indomani delle crisi finanziarie. Inoltre, in tali circostanze la politica monetaria è probabilmente meno efficace del solito. Nelle recessioni patrimoniali la contrazione della spesa del settore privato e il deterioramento del settore finanziario inceppano la trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale. Per dare uno slancio durevole alla crescita occorrono adeguate misure di aggiustamento e riforma.

Parallelamente al deterioramento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, resta il timore che le politiche delle banche centrali siano divenute meno efficaci al margine. Dopo tutto i tassi di interesse e gli spread creditizi possono essere compressi soltanto entro certi limiti. Ad esempio, i premi a termine dei rendimenti a lungo termine sono già fortemente negativi. E con il ridursi del grado di segmentazione del mercato rispetto al culmine della crisi, il canale dell'equilibrio di portafoglio su cui si basano i vasti programmi di acquisto di attività potrebbe aver perso parte della sua forza.

Se da un lato l'azione delle banche centrali potrebbe essere diventata meno efficace, dall'altro le politiche monetarie accomodanti hanno prodotto vari effetti collaterali, come evidenziato nella Relazione dello scorso anno¹. La persistenza di

¹ Per una trattazione dettagliata degli effetti collaterali di un protratto accomodamento monetario, cfr. BRI, 82^a Relazione annuale, giugno 2012, Capitolo IV.

tassi ufficiali bassi tende a incoraggiare un'assunzione di rischio aggressiva, la formazione di squilibri finanziari e l'insorgenza di distorsioni di prezzo nei mercati finanziari. Tale contesto ha inoltre fornito incentivi a procrastinare le necessarie correzioni e riforme dei bilanci. Questi incentivi inviano il messaggio sbagliato alle autorità di bilancio alle prese con seri problemi di sostenibilità nel lungo periodo e a quelle istituzioni finanziarie che non hanno fatto abbastanza sul piano del riconoscimento delle perdite e del consolidamento patrimoniale, e che si trascinano in bilancio prestiti di dubbia qualità.

Un altro importante effetto collaterale risiede nelle esternalità internazionali delle politiche monetarie. La persistenza di bassi tassi di interesse nelle maggiori economie avanzate ha esercitato una pressione al rialzo sui tassi di cambio e incoraggiato afflussi di capitale destabilizzanti nelle economie emergenti a più rapida crescita e in varie economie avanzate minori².

Strategie di uscita

Negli anni a venire l'abbandono dell'impostazione straordinariamente accomodante della politica monetaria comporterà sfide di non poco conto per le banche centrali. Queste dovranno soppesare accuratamente i rischi di un'uscita prematura a fronte dei rischi di un suo ulteriore differimento. Mentre i primi sono ben conosciuti, è importante non sottovalutare i secondi per il solo fatto che non si sono ancora materializzati. E le banche centrali dovranno assicurare che il processo avvenga nel modo più ordinato possibile.

I tempi e i ritmi delle strategie di uscita dipenderanno naturalmente dalle circostanze specifiche presenti in ciascuna delle maggiori economie avanzate. Le indicazioni di un rafforzamento della ripresa economica agli inizi di quest'anno hanno indotto i mercati ad attendersi un'uscita più vicina nel tempo, anche se non imminente. Le curve a termine indicano che i tassi ufficiali dovrebbero rimanere sugli attuali livelli molto bassi per almeno un altro anno, per poi risalire solo gradualmente, con traiettorie leggermente diverse per le quattro aree economiche (grafico VI.5). Ovviamente nel corso del tempo le aspettative potranno presentare discontinuità, con l'evolversi della situazione e della percezione circa l'efficacia della strategia perseguita da ciascuna banca centrale.

Negli ultimi anni le banche centrali hanno potenziato le loro capacità operative per gestire l'uscita in modo flessibile. Un tempo si pensava che i tassi ufficiali non potessero essere innalzati finché non fossero stati liquidati gli ingenti acquisti di attività finanziarie. Da un punto di vista puramente tecnico, tuttavia, oggi ciò non è più considerato un problema primario. Gli schemi di deposito, il pagamento di interessi sulle riserve eccedenti, i pronti contro termine a scadenza e altri meccanismi offrono alle banche centrali un ampio ventaglio di opzioni che oggi consentono loro di dissociare la manovra dei tassi ufficiali dalle decisioni sulle operazioni di bilancio.

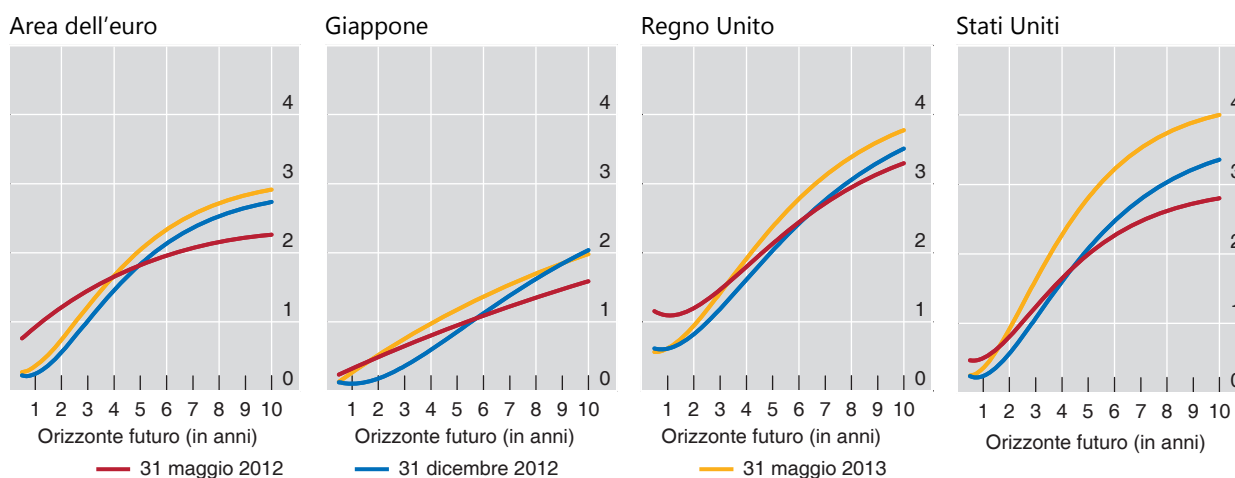
Anche le strategie di comunicazione delle banche centrali avranno un ruolo fondamentale al riguardo. Il sistema di criteri guida prospettici adottato da alcune banche centrali negli anni recenti ha migliorato la capacità di plasmare le aspettative degli operatori privati in modo coerente con gli obiettivi delle politiche.

² Per maggiori dettagli sui rischi di ripercussioni a livello internazionale, cfr. J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", discorso tenuto alla conferenza CEMLA-SEACEN sul tema "The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world", Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

Curve dei tassi a termine¹

In percentuale

Grafico VI.5



¹ Tassi a termine nominali istantanei ricavati dalla curva Libor/swap.

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI.

Un episodio che fornisce un riferimento storico e un avvertimento utile nel valutare i rischi insiti in una strategia di uscita è la normalizzazione dei tassi ufficiali USA avviata verso la metà degli anni novanta. Agli inizi del 1994 la Federal Reserve innalzò il tasso obiettivo, dopo averlo mantenuto a un livello eccezionalmente basso per lungo tempo. Ebbene, la risposta immediata fu un brusco aumento delle curve dei rendimenti non solo negli Stati Uniti, ma in tutto il mondo³.

Certo, molte cose sono cambiate da allora. Ma questa considerazione vale nei due sensi. Da un lato, le banche centrali sono oggi molto più trasparenti riguardo alle loro intenzioni e hanno acquisito una notevole esperienza nel gestire le aspettative. Dall'altro, il contesto è assai più complesso. Oggi l'uscita richiede una corretta scansione temporale sia degli incrementi dei tassi, sia dell'inversione delle operazioni di bilancio.

Inoltre, ciascuna strategia di uscita dovrà essere definita in un contesto di elevati livelli di debito, in larga parte emesso a tassi di interesse eccezionalmente bassi. Resta da vedere in che modo reagiranno i mercati a un cambiamento di rotta della politica monetaria, se non altro perché le banche centrali hanno assunto un ruolo così importante sui principali mercati. In taluni casi, ad esempio, le banche centrali sono di fatto percepite come acquirenti residuali dei titoli a più lungo termine; in altri esse hanno fornito un ampio sostegno di liquidità e hanno di fatto assunto la veste di intermediari primari nei mercati interbancari. Queste considerazioni evidenziano la possibilità che dinamiche di mercato dirompenti si mettano già in moto non appena le banche centrali segnalino che l'uscita è imminente. Il rischio che questa venga ritardata per evitare tali turbative è destinato ad aumentare con il tempo, via via che la situazione tende a radicarsi.

Ciò sottolinea l'importanza che le istituzioni finanziarie siano in grado di sopportare il rischio di tasso di interesse. Le innovazioni del mercato finanziario hanno migliorato la capacità degli investitori di coprirsi contro tale rischio. Inoltre,

³ Per maggiori dettagli, cfr. BRI, 66^a Relazione annuale, giugno 1996, Capitolo V.

le recenti iniziative per sottoporre i bilanci a prove di stress assumendo scenari di forte rialzo dei tassi di interesse svolgono un ruolo importante nel rafforzare la resilienza delle istituzioni. Ciò detto, la capacità degli investitori di coprirsi efficacemente potrebbe risultare limitata qualora il passaggio a tassi più elevati fosse particolarmente brusco e sconnesso. In tali circostanze è probabile che sorgano anche rischi di controparte, poiché le esposizioni aggregate al rischio di tasso di interesse non possono essere eliminate da tali prassi del settore privato. E dato l'ingente volume di titoli a reddito fisso a lungo termine nei portafogli delle banche, un forte aumento dei tassi potrebbe altresì accrescere il rischio di crisi del sistema finanziario.

L'avvio e il ritmo del processo di uscita delle banche centrali nelle maggiori economie avanzate avranno ripercussioni anche sulle economie avanzate minori e sui paesi emergenti. Nella misura in cui tale processo in ciascuna economia sia ben calibrato nei tempi e si svolga in modo ordinato, sullo sfondo di una solida ripresa che ponga l'economia mondiale su un sentiero di crescita equilibrata e sostenibile, l'esito potrà essere positivo per tutti. Per contro, un rialzo eccessivo dei tassi di interesse potrebbe condurre a flussi di capitali e tassi di cambio volatili, con le connesse ripercussioni avverse sulla stabilità macroeconomica e finanziaria globale. Ciò indica come nelle economie potenzialmente più esposte sia opportuno rafforzare i presidi patrimoniali, ridurre gli squilibri finanziari e migliorare la capacità dei regimi di politica monetaria di assorbire un'accresciuta volatilità.

Le strategie di uscita pongono inoltre alle banche centrali varie sfide di economia politica. La storia insegna che le decisioni di politica monetaria sono migliori quando non sottostanno a considerazioni di opportunità politica di breve periodo. Di qui l'importanza dell'autonomia operativa. Ciò vale in modo particolare in condizioni estreme, come quelle che prevalgono oggi. In complesso, le pressioni di natura politica potrebbero rendere più difficile il processo di uscita e agire nel senso di ritardarlo.

Ciò per diverse ragioni. In primo luogo, i settori indebitati, siano essi le famiglie, le imprese non finanziarie o gli stessi governi, non guardano con favore a un aumento dei tassi di interesse. In questo non vi è certo nulla di nuovo. Ma dato il permanere per così lungo tempo di tassi straordinariamente bassi, è probabile che gli elevati livelli di debito, unitamente agli speciali schemi di prestito posti in essere, acuiscano la reazione dei settori indebitati, specie qualora le loro aspettative e i loro modelli di comportamento si siano assuefatti a tale contesto insolito. Ad esempio, è facile immaginare l'insorgere di tensioni fra le banche centrali che cercano di avviare il processo di uscita e i gestori del debito che mirano a mantenere bassi i costi del servizio del debito.

In secondo luogo, la situazione finanziaria delle banche centrali potrebbe facilmente divenire critica, sollevando interrogativi sull'uso del denaro pubblico, riducendo gli introiti delle amministrazioni pubbliche e forse persino intaccando l'indipendenza finanziaria delle istituzioni. Il livello di tolleranza dell'opinione pubblica per le perdite della banca centrale potrebbe essere alquanto basso.

Infine, è possibile che entrino in gioco problemi di reputazione di più vasta portata. Ad esempio, laddove le banche centrali corrispondono un interesse sulle riserve bancarie, se l'uscita non si accompagna a un innalzamento del requisito di riserva non remunerato, i connessi maggiori trasferimenti alle banche possono destare forti perplessità nell'opinione pubblica e assumere una dimensione politica, in particolare se hanno luogo in periodi di consolidamento fiscale.

Tutto ciò sottolinea l'importanza di un'accurata preparazione e di una comunicazione preventiva, e richiede altresì che rimangano intatte le credenziali antinflazionistiche delle banche centrali. Preservare la flessibilità e i mezzi finanziari per l'uscita è essenziale per non essere sopraffatti dai mercati.

Il cammino futuro

Mentre sono chiamate ad affrontare ardue sfide sia a breve termine sia in relazione alle strategie di uscita, le banche centrali devono altresì guardare al cammino che le attende. Quali insegnamenti vanno tratti dalla crisi per quanto concerne gli approcci di politica monetaria? Taluni degli insegnamenti riguardano strumenti e operazioni di mercato, altri aspetti più strategici.

In risposta alla crisi le banche centrali hanno ampliato la gamma degli strumenti impiegati e modificato le operazioni di mercato per affrontare condizioni talvolta estreme. È auspicabile che questi strumenti e queste prassi diventino una caratteristica permanente dei nuovi regimi?

Alcuni dei problemi sono piuttosto di natura tecnica, pur potendo avere ripercussioni notevoli sul funzionamento del mercato. Ne è un esempio il pagamento di interessi sulle riserve. Questa prassi comune non era a disposizione della Federal Reserve prima della crisi, ed è probabile che venga mantenuta in quanto migliora la capacità della banca centrale di controllare i tassi a breve. Un altro aspetto, più delicato, concerne la gamma delle garanzie collaterali stanziabili. Tale gamma è stata considerevolmente ampliata nei paesi colpiti dalla crisi e verosimilmente non verrà ristretta in misura sensibile in futuro. Ciò detto, le scelte delle banche centrali al riguardo dovranno tener conto di vari aspetti, fra cui la disponibilità di garanzie di elevata qualità, le riforme del quadro regolamentare e i pareri sul ruolo che la liquidità della banca centrale dovrebbe avere in tempi normali e nei periodi di turbolenza. Un terzo punto riguarda la scelta del tasso di riferimento a breve termine posto come variabile obiettivo, ad esempio fra il tasso di interesse sui crediti garantiti ovvero quello sui crediti non garantiti. Anche in questo caso la decisione dipenderà verosimilmente dalle circostanze specifiche di ciascun paese, così come è avvenuto in passato.

Una questione di ordine più generale è se le banche centrali debbano tornare a operare sui mercati in modo da influenzare solamente un tasso di interesse a breve. Ciò significherebbe accantonare i tentativi di influire sulle condizioni finanziarie generali in maniera più diretta, ad esempio attraverso acquisti di titoli su vasta scala o schemi di finanziamento speciali. Se così fosse il tasso di interesse ufficiale a breve e le aspettative sulla sua evoluzione futura tornerebbero a essere *il* meccanismo di elezione per pilotare le condizioni nel mercato monetario.

Sebbene possa essere allettante optare per una gamma più ampia di strumenti, vi sono buone ragioni per favorire il ritorno a una gamma più ristretta. Primo, mentre le banche centrali hanno un controllo diretto sul tasso a breve, la loro capacità di influenzare altri prezzi di attività finanziarie, come i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine, può essere giudicata soltanto entro il contesto del bilancio consolidato del settore pubblico, poiché contano anche, ad esempio, le decisioni del Tesoro. Secondo, le operazioni di bilancio delle banche centrali possono facilmente offuscare la distinzione fra politica monetaria e politica di bilancio. Terzo, queste operazioni possono anche mettere a repentaglio la solidità finanziaria delle banche centrali stesse. Tutto ciò solleva questioni spinose concernenti il coordinamento con il governo e l'autonomia operativa. Per questi motivi tali strumenti dovrebbero essere considerati adatti unicamente per le circostanze eccezionali.

Passando a considerare gli aspetti più strategici della politica monetaria, la crisi non ha discredito gli elementi fondamentali dell'assetto pre-crisi: orientamento alla stabilità dei prezzi e indipendenza del processo decisionale della banca centrale. Nei passati decenni questi elementi sono stati essenziali al fine di conseguire un'inflazione bassa e stabile tanto nelle economie avanzate quanto in quelle emergenti, e hanno dato prova di efficacia nell'ancorare le aspettative di inflazione.

Purtuttavia, gli assetti pre-crisi non hanno assicurato una stabilità finanziaria ed economica durevole. In un contesto di inflazione bassa e stabile, gli squilibri finanziari sono sfociati nella più grave crisi dall'epoca della Grande Depressione. Questa esperienza indica che possono esservi dei vantaggi a integrare più sistematicamente considerazioni di stabilità finanziaria nella conduzione della politica monetaria, specie alla luce della tendenza delle economie di generare protratti boom finanziari seguiti da brusche fasi contrattive.

La riforma della regolamentazione finanziaria svolgerà di certo un ruolo importante nel mitigare questi rischi, ma da sola non è sufficiente. In ambito normativo sono già stati compiuti significativi progressi (Capitolo V), specie per quanto concerne i meccanismi e gli strumenti macroprudenziali. Senza dubbio le misure adottate renderanno il sistema finanziario più robusto e più capace di resistere alle crisi finanziarie. Meno sicura è invece la loro efficacia nel contenere i boom finanziari. La regolamentazione incontra comunque dei limiti, sia perché talune parti del sistema finanziario sono difficili da disciplinare, sia perché con il tempo tali misure potrebbero perdere parte della loro efficacia a causa dell'arbitraggio regolamentare. Alla luce di tali considerazioni la politica monetaria ha un importante ruolo complementare da svolgere, in quanto il tasso di interesse ufficiale costituisce il prezzo universale della leva finanziaria in una data moneta che non può essere aggirato tanto facilmente.

Integrare nella politica monetaria queste considerazioni di stabilità finanziaria comporta serie sfide sul piano analitico. I modelli macroeconomici di impiego corrente prima della crisi ignoravano la possibilità di cicli finanziari boom and bust e non assegnavano un ruolo rilevante al settore finanziario. Inoltre, presso le banche centrali le analisi sulla stabilità finanziaria avevano scarso influsso sulle decisioni di politica monetaria. Dopo la crisi le banche centrali hanno raddoppiato gli sforzi per rimediare a tali carenze. Sono stati compiuti progressi nella formulazione dei modelli, nella gamma degli strumenti disponibili e nel modo di incorporare queste informazioni nella conduzione delle politiche. Ad esempio, la banca centrale della Norvegia ha di recente modificato il suo modello di riferimento allo scopo di integrarvi la nozione che la presenza protratta di tassi di interesse troppo bassi può con il tempo creare distorsioni. Ciò nonostante, il cammino da percorrere è ancora lungo.

Questi sforzi dovrebbero facilitare l'adozione di un approccio più simmetrico al ciclo finanziario. Durante gli ultimi 10-15 anni le banche centrali paiono avere risposto asimmetricamente ai rischi di instabilità finanziaria. Nelle economie avanzate, ad esempio, i tassi ufficiali sono stati abbassati in maniera aggressiva in risposta alle turbolenze finanziarie (come il fallimento di LTCM, lo scoppio della bolla informatica e le recenti crisi internazionali del credito e del debito sovrano), ma in seguito sono stati rialzati solo in modo esitante e graduale. Questo fenomeno è talvolta denominato "dominanza fiscale"⁴.

Un approccio più simmetrico significherebbe attuare un inasprimento più deciso nelle fasi di espansione e un allentamento meno aggressivo, e meno persistente, in quelle di contrazione. Siffatto approccio potrebbe contribuire ad attenuare il rischio di un nuovo accumulo di squilibri finanziari. In pratica si tratta di prestare maggiore attenzione alle considerazioni di stabilità finanziaria e di estendere l'orizzonte delle politiche, onde tener conto del fatto che, per manifestarsi, un accumulo di squilibri finanziari può richiedere un periodo di tempo assai lungo,

⁴ Cfr. H. Hannoun, "Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy", discorso alla 47ª Conferenza SEACEN dei Governatori, Seoul, Corea, 13-14 febbraio 2012.

comprendente spesso più fasi ascendenti del ciclo, e non una sola fase ascendente come misurato in base ai parametri tradizionali.

L'interpretazione storica degli ultimi 10-15 anni è coerente con l'evidenza tratta da una semplice regola di Taylor che collega in modo meccanico i tassi ufficiali all'inflazione e all'output gap. Le stime indicano che la politica monetaria nelle economie avanzate è stata sistematicamente troppo accomodante per la maggior parte del tempo dai primi anni duemila (grafico VI.6, diagramma di sinistra). Certo, vari input su cui si basa tale semplice regola, fra cui non da ultimo il livello di equilibrio a più lungo termine dei tassi di interesse, presentano un notevole grado di incertezza. D'altra parte, la stessa regola ignora l'influsso dei criteri guida prospettici e delle operazioni di bilancio delle banche centrali, che farebbero apparire assai più accomodante la politica monetaria nell'attuale congiuntura. Questo giudizio è avvalorato dalle indicazioni di un rapido aumento del credito e dei prezzi immobiliari in varie economie meno colpite dalla crisi, come evidenziano le valutazioni della situazione macroeconomica espresse dalle rispettive banche centrali, e come conferma l'adozione di misure macroprudenziali.

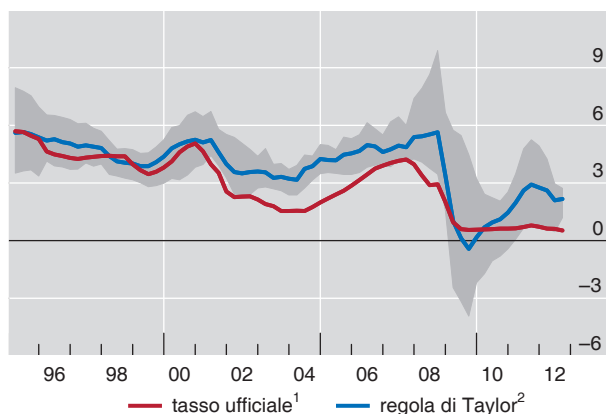
Gli sviluppi difforni fra i vari paesi mettono in risalto ancora un altro aspetto degli assetti di politica monetaria: la necessità di considerare meglio le esternalità internazionali delle politiche monetarie in un mondo sempre più globalizzato. La recente crisi lo dimostra. Le condizioni monetarie accomodanti hanno contribuito ad accrescere le vulnerabilità su scala mondiale. I tassi di interesse eccezionalmente bassi nelle maggiori economie avanzate si sono trasmessi al resto del mondo, in parte per effetto della resistenza opposta dai paesi emergenti all'apprezzamento della propria moneta e alle pressioni dei flussi di capitali. Il grafico VI.6 (diagramma di destra) mostra che molte economie emergenti hanno mantenuto i tassi a un livello più basso di quanto giustificato dalle condizioni macroeconomiche interne (secondo la regola semplice di Taylor). Queste stesse economie sono anche intervenute massicciamente sui mercati dei cambi. In complesso, tale risposta delle

Regola di Taylor e tassi ufficiali

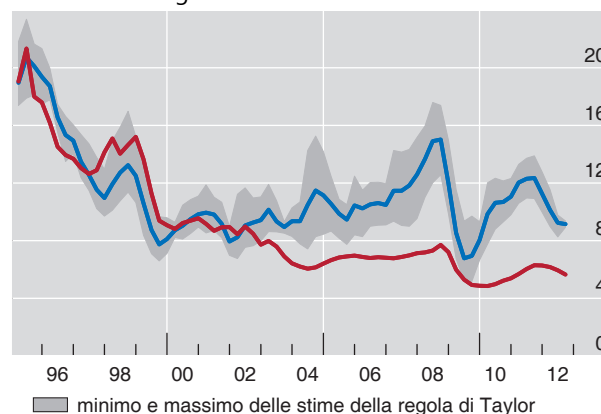
In percentuale

Grafico VI.6

Economie avanzate



Economie emergenti



¹ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. Economie avanzate: area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Economie emergenti: Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Ungheria.

² Cfr. B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una 'Grande Deviazione' globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (testo integrale disponibile soltanto in inglese).

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

politiche ha amplificato il boom globale del credito e dei prezzi delle attività prima della crisi.

La recente formazione di squilibri finanziari in alcune economie emergenti ed economie avanzate minori fa ritenere che questo meccanismo possa essere nuovamente in azione. Ciò non significa necessariamente che le banche centrali debbano coordinare più strettamente che in passato le loro politiche. Indica piuttosto che esse dovrebbero quantomeno dare maggior peso agli effetti collaterali e di retroazione a livello internazionale che scaturiscono dalle loro decisioni individuali di politica monetaria. Questo nell'interesse di ciascuna banca centrale, specie se tali esternalità rischiano di favorire squilibri finanziari forieri di crisi, con notevoli ripercussioni mondiali sugli stessi paesi che ne erano all'origine.

Riepilogo

Le banche centrali sono sottoposte a un crescente sovraccarico, giacché da anni viene fatto massiccio affidamento sulla loro azione per stimolare le economie per mezzo di politiche monetarie molto accomodanti. Nella presente congiuntura aumentano i timori riguardo all'efficacia di tali politiche e ai loro effetti collaterali negativi. L'accomodamento monetario può essere efficace solo nella misura in cui lo sono le politiche di bilancio, fiscali e strutturali che lo accompagnano.

L'uscita dall'attuale intonazione della politica monetaria presenta anch'essa sfide di prim'ordine, alcune puramente tecniche, altre più di natura politica. Gli strumenti per gestire l'uscita sono disponibili e in certa misura anche collaudati. Ma le banche centrali sono consapevoli del fatto che l'entità e la portata di tale processo saranno senza precedenti. Ciò ne accresce le incertezze, nonché il rischio che esso non avvenga in modo ordinato.

Inoltre, quanto più a lungo perdureranno le attuali condizioni accomodanti, tanto maggiori diventeranno le sfide legate all'uscita. Tutto ciò pone le banche centrali in una situazione assai scomoda e sottolinea la necessità di affrontare senza indugio i sottostanti problemi di bilancio e di struttura delle economie.

La crisi ha altresì rafforzato l'idea che la stabilità dei prezzi non sia sufficiente. Ciò detto, l'integrazione delle questioni di stabilità finanziaria nel quadro operativo della politica monetaria è un processo difficile ancora in fieri. Al tempo stesso, in un mondo più globalizzato, le banche centrali dovranno tenere in sempre maggiore considerazione le esternalità internazionali delle proprie politiche.