

V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità

Lo scorso anno la politica monetaria ha continuato a essere globalmente molto accomodante: i tassi ufficiali sono rimasti bassi e i bilanci delle banche centrali si sono ulteriormente dilatati. Le banche centrali nelle maggiori economie avanzate hanno continuato a far fronte a una ripresa insolitamente fiacca, malgrado l'allentamento monetario straordinario e prolungato. Ciò fa ritenere che la manovra monetaria sia stata relativamente poco efficace per sostenere la ripresa da una recessione patrimoniale.

Le economie emergenti (EME) e le economie avanzate aperte di minori dimensioni hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie espansive nelle principali economie avanzate. A loro volta, hanno mantenuto i tassi su livelli molto bassi, contribuendo alla formazione di vulnerabilità finanziarie. Questa dinamica suggerisce che la politica monetaria dovrebbe avere un ruolo maggiore a integrazione delle misure macroprudenziali allorché si affrontano squilibri finanziari. Evidenzia altresì carenze nel sistema monetario internazionale, in quanto le ripercussioni globali della politica monetaria non sono sufficientemente internalizzate.

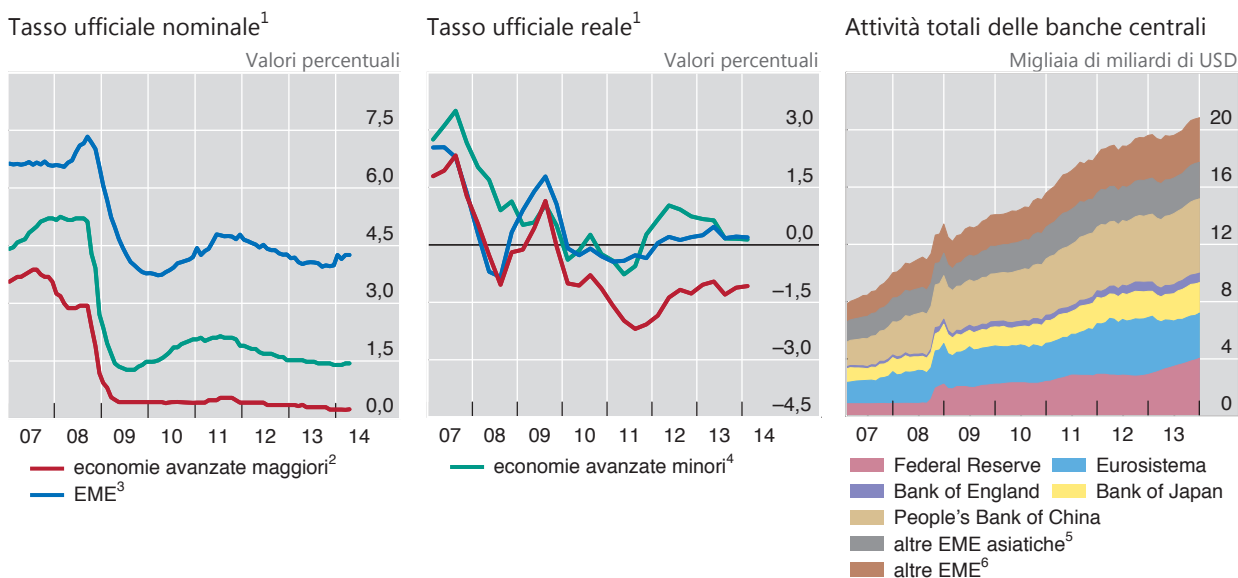
Molte banche centrali lo scorso anno hanno dovuto far fronte a pressioni disinflazionistiche impreviste, che rappresentano una sorpresa negativa per i soggetti indebitati ed evocano lo spettro della deflazione. Tuttavia, i rischi di una deflazione diffusa appaiono molto bassi: le banche centrali ritengono che l'inflazione si riporterà gradualmente sui valori obiettivo e che le aspettative di inflazione a più lungo termine rimarranno ben ancorate. Inoltre, il fatto che le pressioni disinflazionistiche provengano dal lato dell'offerta concorda in genere con la ripresa dell'attività economica internazionale. L'orientamento della politica monetaria deve considerare attentamente la persistenza e la natura delle forze disinflazionistiche all'opera, così come gli effetti collaterali dell'allentamento.

È oggi più chiaro che le banche centrali nelle principali economie avanzate si trovano a diversa distanza dalla meta della normalizzazione della politica monetaria, e che quindi abbandoneranno in tempi diversi il grado straordinario di allentamento perseguito. La transizione sarà probabilmente un percorso complicato e accidentato, indipendentemente da come verrà comunicata; in parte per questi motivi, non va sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale.

Questo capitolo passa in rassegna gli sviluppi di politica monetaria nel corso del passato anno, ed esamina in seguito quattro importanti sfide che si pongono oggi alle banche centrali: scarsa efficacia; ripercussioni internazionali; disinflazione inattesa; rischio di trovarsi in ritardo durante il processo di uscita.

Evoluzione recente delle politiche monetarie

Nel corso degli ultimi 12 mesi i tassi di interesse ufficiali nominali e reali sono rimasti molto bassi nel mondo intero e i bilanci delle banche centrali hanno continuato a dilatarsi sino alla fine del 2013 (grafico V.1). In media, i tassi ufficiali reali sono stati mantenuti al disotto del $-1,0\%$ nelle principali economie avanzate e nel resto del mondo non sono risultati molto più elevati: in un gruppo di economie avanzate aperte di piccole dimensioni (di seguito, economie avanzate minori), ossia



¹ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. Il tasso reale corrisponde al tasso nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. Per l'Argentina, il deflatore dei prezzi al consumo si basa su stime ufficiali, che presentano una discontinuità metodologica nel dicembre 2013. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ⁵ Somma di Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁶ Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Polonia, Perù, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

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

Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera, e nelle economie emergenti (EME) qui considerate, i tassi reali sono stati solo di poco superiori allo zero. L'espansione dell'attivo di bilancio delle banche centrali ha leggermente rallentato il passo fra il 2012 e metà 2013, per poi accelerare nella seconda parte del 2013.

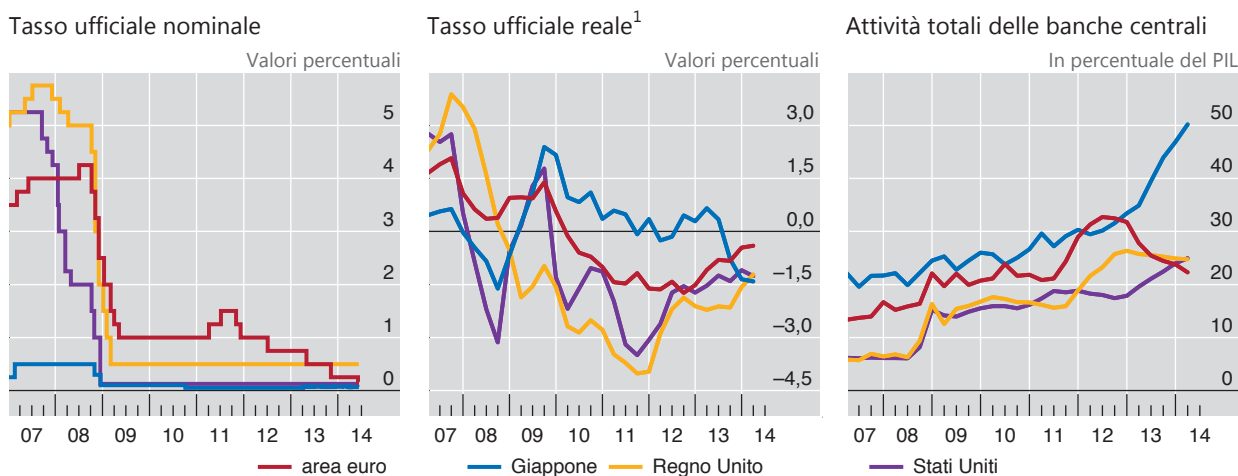
Questo orientamento straordinariamente espansivo si osserva ormai da quasi sei anni (grafico V.1). I tassi di interesse erano calati bruscamente agli inizi del 2009. Il volume delle attività detenute dalle banche centrali iniziò a crescere rapidamente nel 2007 e da allora è più che raddoppiato, raggiungendo l'ammontare senza precedenti di oltre \$20 000 miliardi (equivalenti a più del 30% del PIL mondiale). La crescita riflette gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie e l'accumulo di riserve valutarie.

Sebbene nel corso degli ultimi 12 mesi si siano moltiplicati i segni di una ripresa della crescita, le banche centrali nelle principali economie avanzate hanno mantenuto i tassi ufficiali nominali in prossimità della soglia zero e i tassi reali in territorio negativo (grafico V.2)¹. Nell'area dell'euro, dove l'attività economica è stata fiacca, in novembre la BCE ha dimezzato a 25 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, riducendolo di ulteriori 15 punti base in giugno, sullo sfondo di timori per la bassa inflazione e l'apprezzamento dell'euro. Quest'ultima mossa ha portato il tasso sui depositi presso la BCE a 10 punti base sotto lo zero.

¹ Nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha adottato come obiettivo operativo la base monetaria in luogo del tasso del mercato monetario overnight.

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

Grafico V.2



¹ Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo.

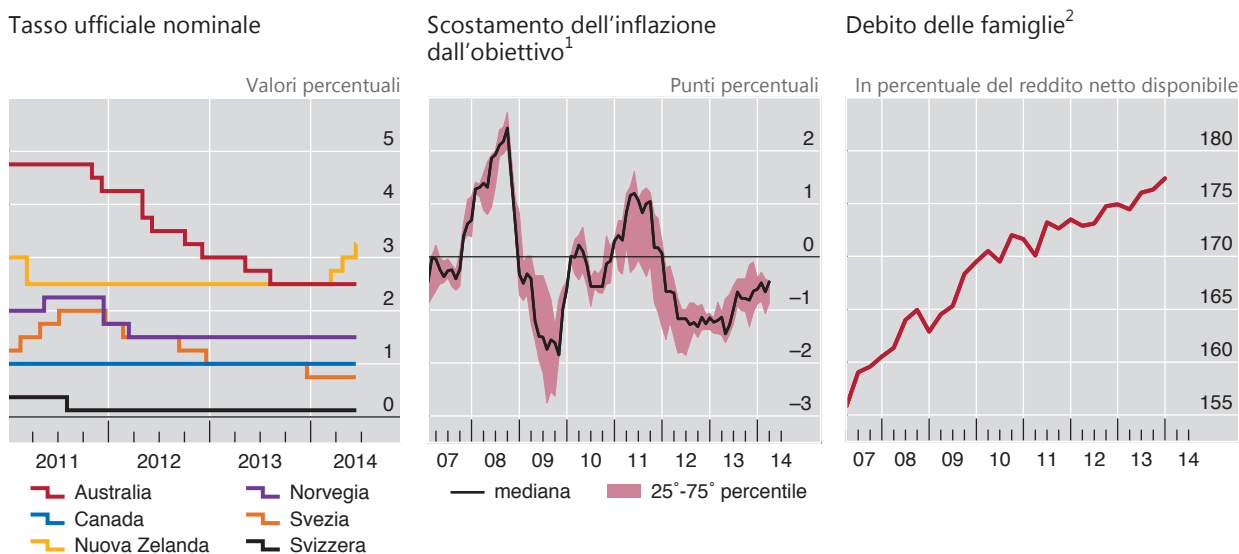
Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Le banche centrali dell'area dell'euro, del Regno Unito e degli Stati Uniti hanno fatto intensamente ricorso a varie forme di comunicazione degli orientamenti prospettici di politica monetaria (forward guidance) per segnalare la loro intenzione di mantenere bassi i tassi ufficiali ancora a lungo (riquadro V.A). La BCE ha adottato una forward guidance qualitativa nel luglio 2013, affermando l'intenzione di mantenere bassi i tassi di riferimento per un periodo di tempo protratto. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha adottato una forward guidance che lega il mantenimento dell'attuale contesto di bassi tassi ufficiali al raggiungimento di determinate soglie in termini di tasso di disoccupazione, proiezioni e aspettative di inflazione e rischi per la stabilità finanziaria. Questo nuovo approccio assomiglia sotto molti aspetti a quello adottato nel dicembre 2012 dalla Federal Reserve, che faceva riferimento a valori soglia per la disoccupazione e l'inflazione. Agli inizi del 2014, quando il tasso di disoccupazione nel Regno Unito e negli Stati Uniti si stava avvicinando più rapidamente del previsto ai valori soglia indicati, entrambe le banche centrali hanno formulato la guidance in termini più qualitativi, ponendo l'enfasi sulla nozione più generale di margine di capacità inutilizzato nell'economia.

Lo scorso anno la dimensione dei bilanci delle banche centrali nelle economie avanzate maggiori ha assunto traiettorie divergenti (Grafico V.2, diagramma di destra). Nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è fatto gradatamente meno ricorso all'espansione del bilancio quale principale strumento per fornire stimolo addizionale. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha comunicato che avrebbe mantenuto al livello di £375 miliardi lo stock di attività finanziarie acquistate, subordinatamente alle stesse condizioni annunciate per la forward guidance sui tassi ufficiali. Nel dicembre 2013 la Federal Reserve ha reso noto che a partire da gennaio avrebbe gradualmente ridotto il proprio programma di acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Sebbene da allora il ritmo di questo rientro graduale (il cosiddetto "tapering") sia stato costante, la fase che ha preceduto l'annuncio di dicembre si è dimostrata una sfida sul piano della comunicazione (Capitolo II). Al momento in cui si scrive i mercati prevedono che il programma di acquisti si concluda entro la fine del 2014.

Nelle economie avanzate minori l'inflazione è inferiore all'obiettivo e il debito è elevato

Grafico V.3



¹ Scostamento dell'inflazione dall'obiettivo di inflazione della banca centrale o dal punto centrale dell'intervallo obiettivo della banca centrale per tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra. ² Somma delle misure del debito e del reddito di tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Per contro, nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha annunciato un programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo (QQE) come principale strumento per superare il retaggio di deflazione che da tempo affliggeva il Giappone. In seguito il bilancio della banca centrale si è rapidamente espanso, passando da meno del 35% a oltre il 50% del PIL agli inizi del 2014.

Di riflesso alle migliorate condizioni finanziarie nell'area dell'euro, il bilancio della BCE ha continuato a ridursi in rapporto al PIL, poiché le banche hanno diminuito il ricorso al credito della banca centrale, anche attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. A oggi la banca centrale non ha ancora attivato il programma di operazioni definitive monetarie (acquisti su larga scala di titoli sovrani sui mercati secondari nel rispetto di rigorose condizioni). Tuttavia, agli inizi di giugno del 2014 ha annunciato che avrebbe avviato più avanti nell'anno operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine per favorire il credito bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie. Per giunta, la BCE ha deciso di intensificare i preparativi finalizzati agli acquisti definitivi nel mercato degli asset-backed securities.

Anche nelle economie avanzate minori i tassi ufficiali sono rimasti molto bassi (grafico V.3, diagramma di sinistra). La Bank of Canada ha lasciato il tasso di riferimento all'1,0% e adeguato la sua forward guidance, posticipando la data prospettata per un modesto rientro dall'indirizzo accomodante. Sullo sfondo di un'inflazione generale ancora prossima o inferiore allo zero, la Banca nazionale svizzera ha lasciato invariata a 0-25 punti base la fascia obiettivo fissata per il Libor a tre mesi e ha mantenuto il valore massimo per il tasso di cambio rispetto all'euro. La Norges Bank ha mantenuto i tassi all'1,5% di fronte al venir meno delle pressioni disinflazionistiche nel corso dell'anno. Alcune banche centrali di questo gruppo di economie hanno invece modificato i tassi di riferimento. Per sostenere la ripresa, la Reserve Bank of Australia ha ridotto a due riprese il tasso ufficiale, fino al 2,5%.

La forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero^①

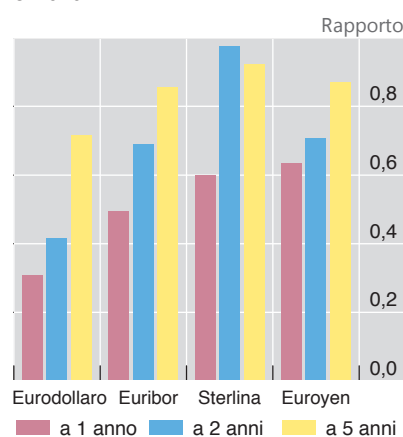
L'obiettivo della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero è stato quello di chiarire le intenzioni delle banche centrali riguardo all'andamento futuro dei tassi ufficiali. Questo tipo di indicazione può di per sé stimolare l'economia laddove indichi che i tassi ufficiali rimarranno probabilmente su livelli bassi per un periodo di tempo maggiore rispetto a quanto i mercati si attendevano. La forward guidance può inoltre ridurre l'incertezza, abbassando così la volatilità dei tassi di interesse e, per il tramite di questo canale, anche i premi al rischio.

L'efficacia della forward guidance dipende da tre presupposti fondamentali. In primo luogo, le indicazioni prospettiche devono essere chiare. In teoria, è possibile fare maggiore chiarezza esplicitando a quali condizioni verrà mantenuto l'orientamento prospettato. Ove tali condizioni fossero troppo complesse, tuttavia, renderne noti i dettagli potrebbe creare confusione. In secondo luogo, occorre che la forward guidance venga considerata come un impegno credibile: il pubblico deve cioè credere quello che dice la banca centrale. Quanto più salda sarà la convinzione del pubblico, tanto maggiore sarà l'impatto probabile sulle aspettative dei mercati e sulle decisioni economiche, ma anche il rischio di un'indesiderata riduzione del margine di flessibilità della banca centrale. Infine,

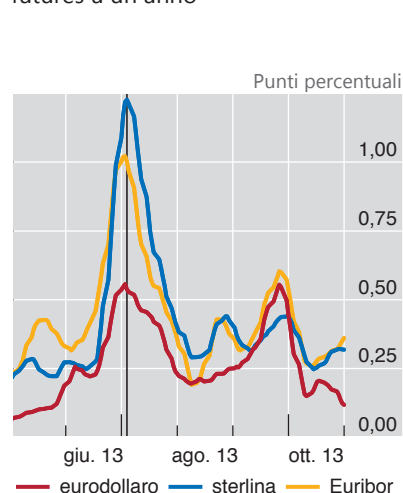
L'efficacia della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero appare limitata

Grafico V.A

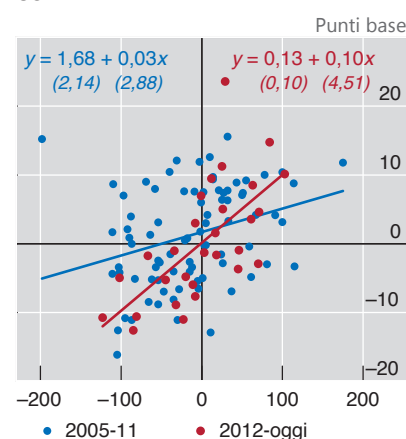
Volatilità dei tassi futures nei periodi di forward guidance rispetto ai periodi di forward guidance scarsa o nulla^{1,2}



Effetti sulla volatilità del tasso futures a un anno^{1,3}



Risposta del rendimento decennale alle sorprese sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo USA⁴



¹ Volatilità relativa ai contratti futures sul tasso interbancario a tre mesi; deviazione standard su 10 giorni delle variazioni giornaliere dei prezzi. ² Un valore inferiore a 1 indica che i periodi di maggiore forward guidance hanno ridotto la misura della volatilità, corrispondente alla media della volatilità realizzata a 10 giorni; quanto minore è il rapporto, tanto maggiore è la riduzione della volatilità. Periodi di maggiore forward guidance: Federal Reserve = 9 agosto 2011-oggi; BCE = 4 luglio 2013-oggi; Bank of England (BoE) = 7 agosto 2013-oggi; Bank of Japan (BoJ) = 5 ottobre 2010-3 aprile 2013. Periodi senza forward guidance o con una forward guidance meno esplicita: Federal Reserve = 16 dicembre 2008-8 agosto 2011 (forward guidance qualitativa); BCE = 8 maggio 2009-3 luglio 2013; BoE = 6 marzo 2009-3 luglio 2013; BoJ = 22 dicembre 2008-4 ottobre 2010. ³ Medie mobili centrate a 10 giorni. La linea verticale indica il 4 luglio 2013, data in cui la BCE ha fornito indicazioni prospettiche qualitative e la Bank of England ha commentato sull'evoluzione dei tassi ufficiali attesa dai mercati. ⁴ Sull'asse delle ascisse è riportata la sorpresa relativa alla variazione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo statunitense, calcolata come differenza fra il dato effettivo e quello desunto dalle indagini, in migliaia. Sull'asse delle ordinate è riportata la variazione a un giorno del rendimento sul titolo del Tesoro a 10 anni, calcolata come valore di fine giornata nel giorno di annuncio meno valore di fine giornata nel giorno precedente. Fra parentesi è riportato il valore della statistica *t*.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

anche qualora la forward guidance sia compresa e creduta, la sua interpretazione da parte del pubblico deve essere in linea con le intenzioni della banca centrale. Ad esempio, la comunicazione dell'intenzione di mantenere i tassi ufficiali alla soglia zero più a lungo di quanto atteso dal mercato potrebbe essere fraintesa come il segnale di prospettive economiche più pessimistiche, nel qual caso gli effetti negativi sulla fiducia degli agenti contrasterebbero l'auspicato stimolo.

L'esperienza maturata con la forward guidance indica che tale politica è riuscita a influenzare i mercati su determinati orizzonti temporali. Essa ha ridotto la volatilità del mercato finanziario relativamente ai tassi di interesse attesi sugli orizzonti brevi, ma non altrettanto sugli orizzonti più lunghi (grafico V.A, diagramma di sinistra). Ciò concorda con l'idea che i mercati considerino la forward guidance un impegno condizionale, valido soltanto per l'andamento futuro di breve periodo dei tassi di interesse. Vi sono inoltre evidenze del fatto che la forward guidance incida sulla sensibilità dei tassi di interesse alle notizie economiche. La reattività della volatilità dei tassi di interesse nell'area dell'euro e nel Regno Unito alla volatilità dei tassi statunitensi è considerevolmente calata dopo che la BCE e la Bank of England hanno adottato politiche di forward guidance nell'estate 2013 (grafico V.A, diagramma centrale). Le evidenze indicano inoltre che la forward guidance ha reso i mercati più sensibili all'andamento degli indicatori cui fa riferimento. Ad esempio, dal 2012 i rendimenti obbligazionari statunitensi a 10 anni sono divenuti più sensibili agli annunci di dati diversi dalle attese ("sorprese") relativi all'occupazione dipendente nei settori non agricoli (grafico V.A, diagramma di destra); una possibile interpretazione è che le notizie indicative di una ripresa più vigorosa abbiano teso ad anticipare il momento in cui, secondo le attese, la disoccupazione sarebbe scesa al disotto del valore di riferimento, creando le premesse per un aumento dei tassi ufficiali.

La forward guidance sui tassi ufficiali comporta altresì una serie di rischi. Laddove il pubblico non comprenda appieno le condizioni che l'accompagnano, la reputazione e la credibilità della banca centrale potrebbero essere messe a repentaglio in caso di revisioni frequenti e significative del sentiero prospettato per i tassi di interesse, anche qualora tali revisioni rispettino le condizioni originariamente esplicitate. La forward guidance può inoltre dare adito a rischi per la stabilità finanziaria, e ciò in due modi. Anzitutto, nel caso in cui i mercati finanziari focalizzino strettamente l'attenzione sulle indicazioni prospettiche fornite dalla banca centrale, una ricalibrazione di tali indicazioni potrebbe indurre reazioni di mercato destabilizzanti. Ma quel che è più importante è che la forward guidance potrebbe creare la percezione di un ritardo nel ritmo di normalizzazione della politica monetaria, incoraggiando un'assunzione eccessiva di rischio e favorendo così la creazione di vulnerabilità finanziarie.

① Per un'analisi più dettagliata, cfr. A. Filardo e B. Hofmann, "La forward guidance in presenza di tassi ufficiali prossimi allo zero", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

La Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso di 25 punti base, a 75 punti base, in un contesto di inflazione persistentemente inferiore all'obiettivo. Per contro, di fronte ai segni di un'accelerazione congiunturale e alle aspettative di un aumento delle spinte inflazionistiche, la Reserve Bank of New Zealand ha innalzato il tasso di riferimento in tre occasioni, per complessivi 75 punti base, portandolo al 3,25%.

Nel complesso, le politiche delle banche centrali in molte economie avanzate minori sono state fortemente influenzate dall'evoluzione dei tassi di inflazione, che risultavano in media di quasi 1 punto percentuale inferiori agli obiettivi già dagli inizi del 2012 (grafico V.3, diagramma centrale), e la perdurante disinflazione ha portato numerose banche centrali a rivedere al ribasso le previsioni sull'evoluzione dei pezzi.

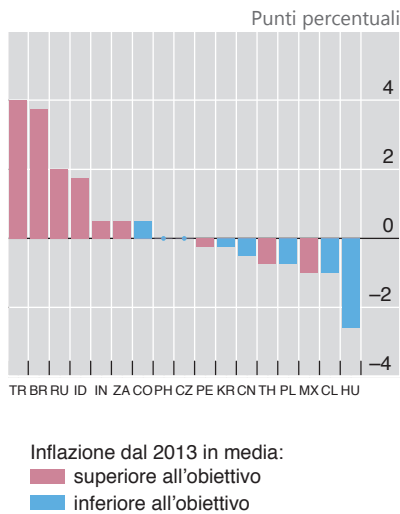
Per giunta, molte di queste banche centrali hanno dovuto soppesare gli effetti macroeconomici a breve termine di una bassa inflazione e di una ripresa economica stentata a fronte dei rischi a più lungo termine di un accumulo di squilibri finanziari (Capitolo IV). L'indebitamento delle famiglie, già elevato e in crescita, aveva raggiunto in media il 175% circa del reddito netto disponibile a fine 2013 (grafico V.3, diagramma di destra). Con tali livelli di debito, e stante la prospettiva di un loro ulteriore incremento favorito dalle politiche monetarie accomodanti, queste economie risultavano vulnerabili a un brusco deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie. Nelle giurisdizioni dove i prezzi delle abitazioni erano elevati non si poteva escludere il pericolo di una correzione disordinata degli squilibri del settore delle famiglie.

Nelle EME le banche centrali hanno dovuto fronteggiare varie sfide che si ponevano all'indomani di una vigorosa ripresa dalla crisi, ripresa che si è peraltro indebolita di recente. Una di queste sfide riguardava gli episodi di volatilità del mercato finanziario associati alle spinte al ribasso sui tassi di cambio (Capitolo II).

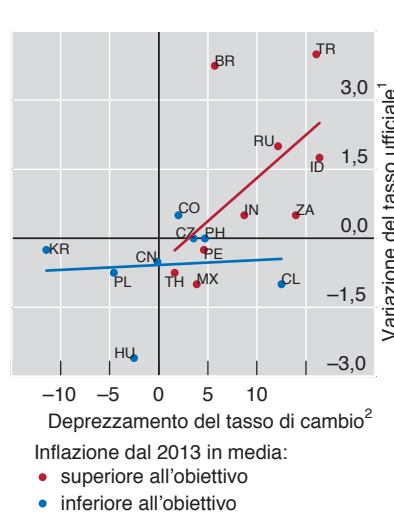
Nelle EME le autorità reagiscono alle tensioni di mercato mentre aumentano i timori per la stabilità

Grafico V.4

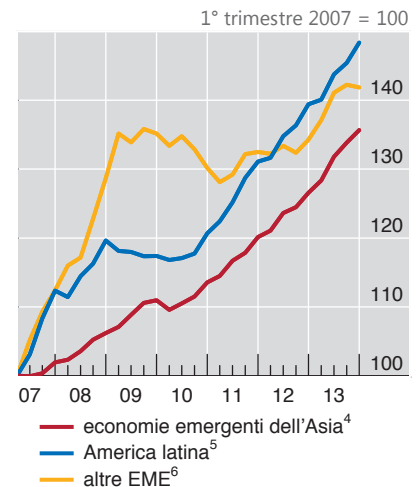
La variazione dei tassi ufficiali dall'aprile 2013 ...¹



... è collegata all'andamento del tasso di cambio e dell'inflazione



Rapporto credito/PIL³



BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Tasso ufficiale nominale o alternativa più prossima; per la Cina, tasso pronti contro termine a sette giorni; variazioni dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014, in punti percentuali. ² Variazioni percentuali del tasso di cambio effettivo nominale dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014. Un valore positivo (negativo) indica un deprezzamento (apprezzamento). ³ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁶ Arabia Saudita, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; BRI.

In generale, i buoni risultati macroeconomici del passato hanno contribuito a schermare molte EME, concedendo loro un certo margine di manovra, ma solo fino a un certo punto. I paesi che più ne hanno fatto le spese sono stati quelli in condizioni economiche e finanziarie più deboli. In molti di loro, le banche centrali hanno utilizzato lo strumento dei tassi ufficiali per difendere la moneta nazionale (grafico V.4, diagramma di sinistra). Fra l'aprile 2013 e gli inizi di giugno 2014 l'inasprimento monetario netto è stato in diversi casi considerevole, pari a 400 punti base in Turchia (dove in gennaio la banca centrale ha alzato i tassi di 500 punti in una sola giornata) e a 200 e 175 punti base rispettivamente in Russia e Indonesia. In India e in Sudafrica i tassi sono stati aumentati di 50 punti. Il Brasile ha innalzato i tassi gradualmente nel periodo, per complessivi 375 punti base, mentre il deprezzamento del real e altri fattori contribuivano a mantenere elevate le pressioni inflazionistiche. La risposta delle autorità di varie EME al deprezzamento esterno della moneta è sembrata dipendere in parte dalla loro recente esperienza di inflazione (grafico V.4, diagramma centrale). Laddove l'inflazione era superiore al valore obiettivo, le pressioni al ribasso sulle monete nazionali sono state tendenzialmente più forti e i tassi ufficiali sono aumentati di più. Dove invece l'inflazione era pari o inferiore al livello programmato, non si è ravvisata alcuna relazione di questo tipo.

Le autorità monetarie delle EME meno colpite da deflussi di capitali e pressioni valutarie hanno goduto di un maggior spazio di manovra per reagire ad altri sviluppi. In Cile e in Messico le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali allorché le rispettive economie hanno dato segni di rallentamento. Nella Repubblica Ceca,

di fronte a un calo dell'inflazione al disotto dell'obiettivo, il tasso ufficiale è rimasto basso e la banca centrale ha deciso di impiegare il tasso di cambio come strumento aggiuntivo di accomodamento monetario adottando un tetto massimo per il valore della corona nei confronti dell'euro. La Polonia ha precocemente ridotto i tassi a più riprese in un contesto di perduranti pressioni disinflazionistiche. La banca centrale della Cina ha mantenuto il proprio orientamento, con un leggero rallentamento della crescita della moneta e del credito, di fronte all'aumentare delle preoccupazioni per la stabilità finanziaria, specie in relazione all'espansione del settore finanziario non bancario.

Lo scorso anno diverse EME hanno anche effettuato operazioni in valuta nell'intento di assorbire indesiderate pressioni al ribasso sul cambio della propria moneta. Le riserve valutarie delle EME hanno comunque continuato a crescere nel loro complesso, e in particolare nel caso della Cina (tabella V.1 allegata). In varie altre EME, tuttavia, come Brasile, Indonesia, Russia e Thailandia, le riserve valutarie hanno fatto registrare un calo, spesso per la prima volta da molti anni.

L'espansione del credito in molte EME sta destando crescenti timori per la stabilità finanziaria, specie nel contesto di volatilità dei mercati finanziari. Per il gruppo di EME qui considerato, il rapporto credito/PIL è aumentato in media di circa il 40% dal 2007 al 2013 (grafico V.4, diagramma di destra). Per le banche centrali di questi paesi rimangono interrogativi su quale sia la migliore combinazione di strumenti monetari, macroprudenziali e di gestione dei flussi di capitali.

Le principali sfide per la politica monetaria

Le banche centrali si trovano a dover affrontare varie sfide significative. Nelle economie avanzate maggiori in ripresa da una recessione patrimoniale (ossia una recessione indotta da una crisi finanziaria e da un accumulo insostenibile di debito) la sfida fondamentale consiste nel calibrare adeguatamente l'orientamento della politica monetaria, in un momento in cui quest'ultima pare aver perso parte della sua capacità di stimolare l'economia. Per molte EME ed economie avanzate minori, la sfida principale riguarda invece la formazione di vulnerabilità finanziarie e il rischio di un'accresciuta volatilità dei flussi di capitali, problemi acuiti dalle ripercussioni internazionali delle politiche monetarie. In varie parti del mondo numerose banche centrali sono alle prese con le inaspettate pressioni disinflazionistiche che si sono materializzate lo scorso anno. In prospettiva vi è poi la questione dei tempi e della gradualità della normalizzazione monetaria.

Scarsa efficacia della politica monetaria

Le banche centrali hanno svolto un ruolo determinante nel contenere le ricadute della crisi finanziaria. Tuttavia, a dispetto degli ultimi sei anni di allentamento monetario nelle principali economie avanzate, la ripresa è stata insolitamente lenta (Capitolo III). Questa constatazione solleva interrogativi circa l'efficacia di politiche monetarie espansive all'indomani della crisi.

L'efficacia è stata limitata per due motivi di ordine generale: la soglia zero raggiunta dai tassi ufficiali nominali e il lascito delle recessioni patrimoniali. In primo luogo, la soglia zero dei tassi di interesse vincola la capacità delle banche centrali di abbassare i tassi ufficiali e di stimolare la domanda. Ciò spiega i tentativi di imprimere impulsi addizionali attraverso la gestione delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di riferimento e gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Ma anche queste politiche hanno dei limiti. Ad esempio, i premi a termine e i differenziali per il rischio di credito in numerosi paesi sono già assai bassi (grafico II.2) e non possono più

scendere di molto. Inoltre, la presenza di premi a termine molto bassi e talora persino negativi riduce i profitti provenienti dalla trasformazione delle scadenze, e può di fatto ridurre gli incentivi delle banche a concedere credito. Inoltre, il margine per portare i tassi di interesse in territorio negativo è assai limitato e l'efficacia di questa misura è incerta. L'impatto sull'erogazione di credito è dubbio, e il ristretto spazio di riduzione dei tassi attutisce l'effetto sul tasso di cambio, che a sua volta dipende anche dalla reazione di altri agenti. In generale, una volta raggiunta la soglia zero dei tassi, diventa sempre più difficile imprimere stimoli addizionali.

In secondo luogo, l'efficacia della politica monetaria è inibita dagli effetti delle recessioni patrimoniali. In parte ciò è dovuto a fattori finanziari. Quando il settore finanziario è in condizioni precarie, l'offerta di credito è meno reattiva a riduzioni dei tassi di interesse. E la domanda di credito dei settori non finanziari è ridotta: essi stanno cercando anzi di rimborsare il debito contratto sulla base di aspettative di reddito troppo ottimistiche. Questo spiega perché una "ripresa senza credito" è la norma in siffatte circostanze (Capitolo III). Ma il lascito delle recessioni patrimoniali attiene in parte anche a fattori non finanziari. L'allocazione distorta di capitale e lavoro che si accompagna a boom finanziari insostenibili può pregiudicare la forza traente delle politiche di gestione della domanda, in quanto queste affrontano soltanto i sintomi del problema, anziché le sue cause. Ad esempio, il settore delle costruzioni residenziali sarebbe normalmente più sensibile di molti altri a una diminuzione dei tassi di interesse, ma si è dilatato in modo eccessivo durante il boom. L'evidenza storica mostra che la correlazione positiva fra il grado di accomodamento monetario durante le recessioni e il vigore della susseguente ripresa viene meno quando la recessione si associa a una crisi finanziaria (riquadro V.B). Per giunta, il disindebitamento durante la recessione, a prescindere da come sia misurato, conduce in ultima istanza a una ripresa più robusta.

Tutto ciò non significa che l'accomodamento monetario non abbia alcun ruolo da svolgere nella ripresa da una recessione patrimoniale. Anzi, un certo grado di accomodamento era chiaramente necessario nelle prime fasi della crisi finanziaria per contenerne le ricadute. La relativa inefficacia della politica monetaria significa però che essa non può surrogare le misure volte ad affrontare i problemi di fondo promovendo il necessario risanamento dei bilanci e le riforme strutturali.

Laddove non venga riconosciuta, la limitata efficacia della politica monetaria implica che si cerchi inutilmente di impiegare le stesse misure più a lungo o più vigorosamente. Ciò porterà non soltanto a progressi inadeguati, ma anche all'amplificazione degli effetti collaterali indesiderati, molti dei quali sono stati messi in evidenza dal periodo post-crisi². In particolare, un allentamento monetario aggressivo e protratto nel tempo diminuisce l'incentivo a risanare i bilanci e ad attuare le necessarie riforme strutturali, ostacolando così la dovuta riallocazione delle risorse. Esso può anche favorire un'eccessiva assunzione di rischio nei mercati finanziari (Capitolo II), nonché generare ripercussioni indesiderate in altre economie che si trovano a uno stadio differente dei rispettivi cicli finanziario ed economico (si veda oltre). In altre parole, in presenza di un'efficacia limitata della politica, il bilancio costi-benefici di un prolungato accomodamento monetario si deteriora con il tempo.

² Cfr. J. Caruana, "Hitting the limits of 'outside the box' thinking? Monetary policy in the crisis and beyond", intervento alla OMFIF Golden Series Lecture, Londra, 16 maggio 2013.

L'efficacia della politica monetaria dopo una recessione patrimoniale

L'esperienza storica corrobora la tesi secondo cui una politica monetaria accomodante durante una normale fase di contrazione congiunturale contribuisce a rafforzare la successiva ripresa. Questa relazione, tuttavia, non è statisticamente significativa dopo le contrazioni associate a crisi finanziarie. In altri termini, quando i cicli economici sono accompagnati da una crisi, la relazione fra la media dei tassi di interesse reali a breve termine durante la contrazione e la media dei tassi di crescita durante la ripresa successiva non presenta più il segno che ci si attenderebbe nel caso di un ciclo economico senza crisi (grafico V.B, diagramma di sinistra).

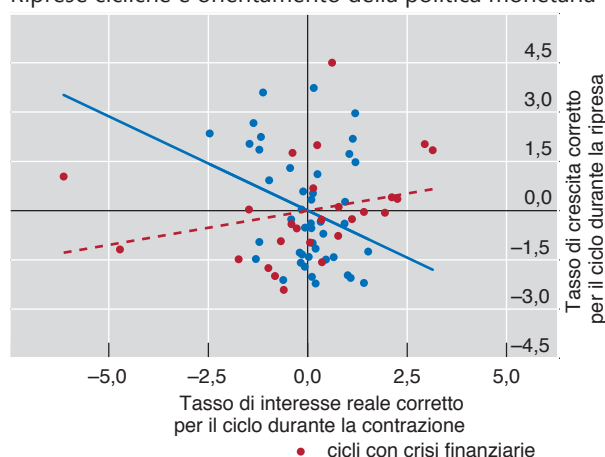
Una possibile spiegazione è che le pressioni per una riduzione dell'indebitamento dopo la crisi rendano l'economia meno sensibile ai tassi di interesse. L'evidenza indica infatti che, contrariamente a quanto osservabile nelle normali recessioni, un fattore decisivo per rafforzare le riprese dalle recessioni patrimoniali consiste nella riduzione dell'indebitamento del settore privato (grafico V.B, diagramma di destra).

Nella ripresa da recessioni patrimoniali la politica monetaria perde efficacia, mentre è cruciale ridurre l'indebitamento¹

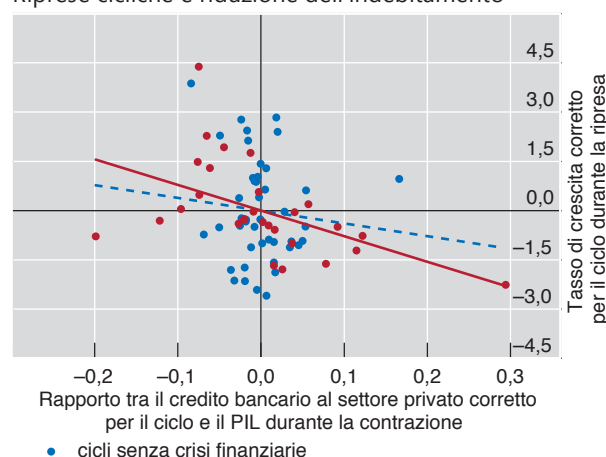
In percentuale

Grafico V.B

Riprese cicliche e orientamento della politica monetaria



Riprese cicliche e riduzione dell'indebitamento



¹ Le rette di regressione continue (tratteggiate) indicano che la relazione è (non è) statisticamente significativa. Per un campione di 24 economie dalla metà degli anni sessanta. Le contrazioni sono definite come periodi di calo del PIL in termini reali e le riprese come periodi che terminano con un livello di PIL in termini reali superiore al precedente picco. I dati coprono 65 cicli, inclusi 28 cicli in cui si è verificata una crisi finanziaria appena prima del picco. Le osservazioni del ciclo sono corrette in funzione della gravità della recessione precedente e del tasso di interesse al picco ciclico. Cfr. Bech, Gambacorta e Kharroubi (2014) per maggiori dettagli.

Fonti: M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014, pagg. 99-119 (disponibile anche come *BIS Working Papers*, n. 388, www.bis.org/publ/work388.pdf); OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

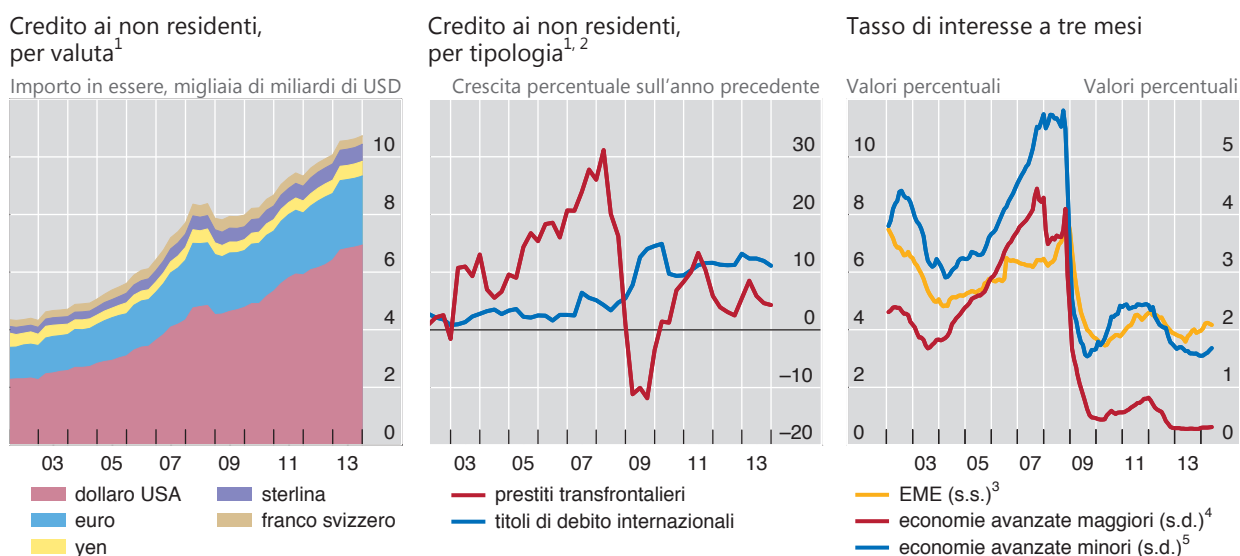
Ripercussioni internazionali delle politiche monetarie

Le EME e le economie avanzate minori hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie accomodanti perseguite nelle principali economie avanzate. Tali ripercussioni si trasmettono attraverso i flussi finanziari transfrontalieri e i prezzi delle attività (compresi i tassi di cambio), nonché attraverso la risposta delle autorità³.

³ Cfr. J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN di Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

Aumenta l'indebitamento globale in valuta estera in presenza di un comovimento dei tassi di interesse a breve termine

Grafico V.5



¹ Ai tassi di cambio di fine 2013. Per ciascuna moneta, credito a favore di prestatori non finanziari residenti fuori dal paese o dall'area di emissione della rispettiva moneta. Il credito comprende i prestiti ai soggetti non bancari e i titoli di debito di emittenti non finanziari. Per i paesi non dichiaranti alla BRI, i prestiti erogati dalle banche locali ai residenti locali in ciascuna moneta riportata sono approssimati dai prestiti transfrontalieri ricevuti dalle rispettive banche, ipotizzando che tali fondi siano successivamente prestati a soggetti non bancari. ² In base alla somma del credito nelle valute riportate nel diagramma di sinistra. ³ Media semplice di Arabia Saudita, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Media semplice di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ⁵ Media semplice di Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Le politiche monetarie molto accomodanti nelle principali economie avanzate influenzano l'assunzione di rischio e quindi i rendimenti delle attività denominate nelle diverse valute. Di conseguenza, lo straordinario accomodamento può provocare in altri paesi forti aggiustamenti nei prezzi delle attività e nei flussi finanziari. E poiché i mercati finanziari delle EME si sono sviluppati e sono divenuti più integrati con il resto del mondo, la forza di tali interazioni è cresciuta. Ad esempio, negli ultimi anni i rendimenti delle obbligazioni in moneta locale fanno osservare un più stretto comovimento⁴.

Il dollaro USA e le altre valute internazionali hanno un ruolo determinante in tale contesto. Essendo utilizzate diffusamente all'esterno del paese di emissione, esse hanno un influsso diretto sulle condizioni finanziarie internazionali. Si consideri ad esempio che il credito in dollari USA in essere al di fuori degli Stati Uniti ammontava a circa \$7 000 miliardi a fine 2013 (grafico V.5, diagramma di sinistra). Allorché i tassi di interesse espressi nelle valute internazionali sono bassi, per i mutuatari delle EME è più conveniente indebitarsi in queste valute, e coloro che già lo hanno fatto a tassi variabili beneficiano di costi di finanziamento ridotti. Prima della crisi i flussi di finanziamenti in dollari USA in particolare erano generati dai

⁴ Cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

prestiti bancari transfrontalieri; dal 2008, invece, si è fortemente espansa l'attività nei mercati dei capitali internazionali (grafico V.5, diagramma centrale)⁵.

Anche la risposta delle autorità è un aspetto importante. Per le banche centrali risulta difficile operare con tassi di riferimento molto diversi da quelli prevalenti nelle valute principali, specie il dollaro USA. I timori legati a iperreazioni del cambio e afflussi di capitali fanno sì che esse siano riluttanti ad accettare differenziali di interesse ampi e potenzialmente volatili, il che contribuisce a un'elevata correlazione dei movimenti dei tassi di interesse a breve termine (grafico V.5, diagramma di destra). In effetti, stanno crescendo le indicazioni che i tassi ufficiali USA influenzano significativamente quelli di altri paesi (riquadro V.C).

Pertanto, la presenza di tassi di interesse molto bassi nelle principali economie avanzate pone le banche centrali degli altri paesi di fronte a un dilemma. Se da un lato un allineamento del proprio tasso di riferimento con quelli molto bassi presenti all'estero contribuisce a limitare le pressioni al rialzo sul cambio e gli afflussi di capitali, dall'altro esso può anche alimentare boom finanziari e favorire quindi la formazione di vulnerabilità. In effetti, vi sono indicazioni che i paesi in cui i tassi ufficiali sono stati più bassi in relazione ai parametri tradizionali (che considerano l'andamento del prodotto e dell'inflazione) sono anche quelli che hanno avuto i boom creditizi più forti (Capitolo IV).

Per affrontare questo dilemma le banche centrali hanno fatto ampiamente ricorso a strumenti macroprudenziali. Questi sono risultati assai utili per accrescere la resilienza del sistema finanziario, ma soltanto parzialmente efficaci nel contenere la formazione di squilibri finanziari (Capitolo IV e riquadro VI.D). Una delle principali ragioni è che, al pari delle misure di gestione dei movimenti di capitali, tali strumenti sono esposti all'arbitraggio regolamentare. L'implicazione è che non basta fare affidamento esclusivamente su provvedimenti macroprudenziali e che questi devono in generale essere integrati da un'azione di politica monetaria. A differenza degli strumenti macroprudenziali, il tasso ufficiale è una determinante del prezzo della leva finanziaria in una data valuta a livello di intera economia, sicché il suo impatto è più pervasivo e meno eludibile. I paesi che ricorrono più vigorosamente alla politica monetaria a integrazione della politica macroprudenziale devono accettare una maggiore flessibilità del tasso di cambio.

Non impiegare la politica monetaria può dare adito a sfide ancora maggiori in futuro. Lasciare che si accumulino progressivamente squilibri finanziari accresce la vulnerabilità di un paese a una possibile correzione, provocando danni peggiori e innescando con ogni probabilità anche una crisi esterna. Ma se gli squilibri non si correggono e il paese è colpito da uno shock esterno, per la banca centrale sarà molto difficile innalzare i tassi di interesse senza generare quello stress finanziario che cercava proprio di evitare. Nelle EME e nelle economie avanzate minori non si sono finora verificate vere e proprie contrazioni finanziarie, ma i paesi dove la crescita del credito era stata relativamente elevata si sono dimostrati più vulnerabili alle turbative di mercato del maggio-giugno 2013 (Capitolo II). Ciò mostra come un inasprimento più graduale ma a uno stadio precoce sia preferibile a un inasprimento differito nel tempo ma più brusco: le risposte ritardate provocano un aggiustamento più doloroso.

Le ripercussioni internazionali dirompenti delle politiche monetarie hanno messo in luce carenze nel sistema monetario internazionale. Per le principali economie avanzate è stato evidentemente difficile tenere pienamente conto di

⁵ Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, di prossima pubblicazione.

L'impatto della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle EME: evidenze dalle regole di Taylor

Al fine di valutare l'impatto della politica monetaria statunitense sui tassi ufficiali nelle EME è possibile stimare per ciascuna di queste economie un'equazione di Taylor aumentata, dove il tasso ufficiale è modellizzato come funzione del tasso di inflazione interno, dell'output gap interno e del tasso ufficiale "ombra" degli Stati Uniti^①. Il tasso ombra è costruito in modo da rilevare l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria della Federal Reserve, come i programmi di acquisto su larga scala di attività finanziarie. Il campione è formato da 20 EME nel periodo 1° trimestre 2000-3° trimestre 2013.

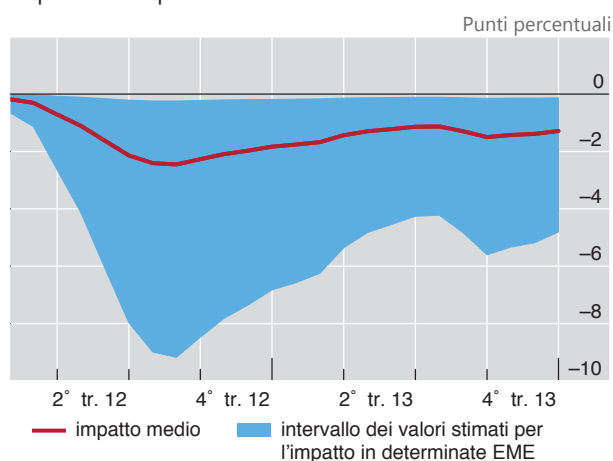
L'impatto della politica monetaria statunitense risulta statisticamente significativo per 16 EME su 20. Dal 2012 l'allentamento monetario negli Stati Uniti si è associato a una riduzione media di 150 punti base dei tassi ufficiali delle EME (grafico V.C, diagramma di sinistra), sebbene l'impatto vari considerevolmente a seconda delle economie e del periodo. La risposta dei tassi ufficiali delle EME all'inflazione è stata spesso più blanda di quanto prescritto dalla regola di Taylor convenzionale. Questi risultati concordano con il riscontro che i tassi ufficiali nelle EME sono stati, nell'ultimo decennio, inferiori al livello giustificato dalle condizioni macroeconomiche interne in base alle regole di Taylor standard (grafico V.C, diagramma di destra).

Per quanto statisticamente robusti e in linea con le analisi condotte in altri studi^②, questi risultati vanno interpretati con cautela. La misurazione di variabili non osservabili, come l'output gap, presenta innumerevoli difficoltà. Persino il tasso ufficiale potrebbe non essere una misura accurata delle condizioni monetarie, poiché per influire su tali condizioni le banche centrali delle EME hanno fatto crescente ricorso a misure diverse dalla manovra dei tassi di interesse. Inoltre, pur essendo rappresentativi per le banche centrali delle EME nel loro insieme, i risultati non sono necessariamente validi per le singole banche centrali.

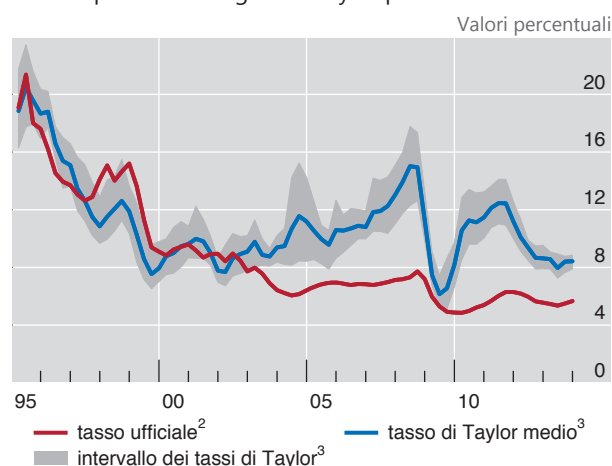
La politica monetaria USA ha forti ripercussioni sulla fissazione dei tassi ufficiali nelle EME

Grafico V.C

Impatto della politica monetaria statunitense¹



Tassi impliciti nella regola di Taylor per le EME



¹ Componente dell'equazione di Taylor aumentata determinata dal tasso ufficiale ombra statunitense nei casi in cui risulta significativa al livello del 5%. Dati relativi a Brasile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Israele, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore (tasso overnight), Sudafrica, Turchia e Ungheria. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 dei tassi di cambio di Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Ungheria. ³ Intervallo e media dei tassi impliciti nella regola di Taylor per tutte le combinazioni inflazione-output gap. Cfr. B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una 'Grande Deviazione' globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).

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

① Per maggiori dettagli sulla stima, cfr. E. Takáts e A. Vela, "International monetary policy transmission", *BIS Papers*, di prossima pubblicazione. Il concetto di tasso ufficiale ombra è stato sviluppato da M. J. Lombardi e F. Zhu, "A shadow policy rate to calibrate US monetary

policy at the zero lower bound”, *BIS Working Papers*, n. 452, giugno 2014. © Cfr. ad esempio C. Gray, “Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy”, *Atlantic Economic Journal*, vol. 41, n. 2, 2013, pagg. 173-184; M. Spencer, “Updating Asian ‘Taylor rules’”, Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 marzo 2013; e J. Taylor, “International monetary policy coordination: past, present and future”, *BIS Working Papers*, n. 437, dicembre 2013.

queste ripercussioni. Qualora i boom finanziari dovessero sfociare in un tracollo, i costi per l’economia mondiale potrebbero essere alquanto elevati, anche perché il peso economico dei paesi in questione è notevolmente cresciuto. Riuscire a cogliere tali ripercussioni rimane un’importante sfida: richiede un apparato analitico in cui i fattori finanziari occupano un ruolo assai maggiore rispetto a quello che è loro riservato attualmente dalle autorità di politica monetaria, nonché una migliore comprensione delle interconnessioni a livello mondiale.

Disinflazione inattesa e rischi di deflazione

Lo scorso anno molte banche centrali hanno dovuto far fronte a inattese pressioni disinflazionistiche, in conseguenza delle quali l’inflazione è scesa, oppure è rimasta, al di sotto dei valori obiettivo. Le pressioni sono state particolarmente sorprendenti nelle economie avanzate, dove la tanto agognata ripresa pareva infine prendere slancio (Capitolo III). Rispondere a tali pressioni ha rappresentato una sfida fondamentale per le autorità monetarie.

Da un lato, a parità di altre condizioni, un’inflazione inaspettatamente inferiore all’obiettivo rende in genere opportuno un allentamento della politica monetaria. Dall’altro, tuttavia, la risposta appropriata dipende da vari altri fattori. Particolarmente importanti sono i costi e i benefici percepiti della disinflazione. Un altro fattore, come rilevato in precedenza, è la constatazione che l’efficacia della politica monetaria espansiva risulta limitata in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero, specie nella ripresa da una recessione patrimoniale.

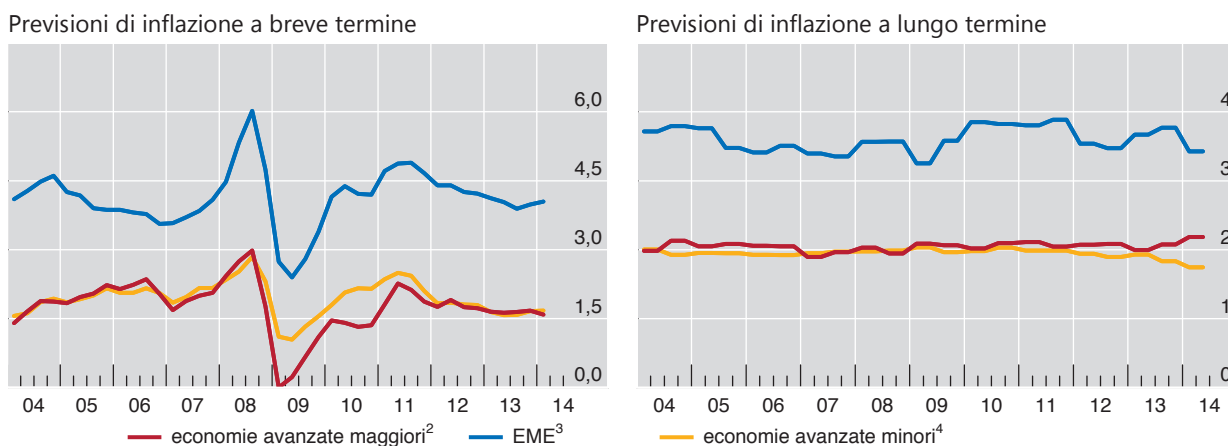
I recenti sviluppi fanno ritenere che la probabilità di pressioni disinflazionistiche persistenti sia bassa. Le aspettative di inflazione a lungo termine (da sei a 10 anni) sono rimaste ben ancorate fino al momento in cui si scrive (grafico V.6), il che fa ritenere che gli scostamenti dell’inflazione dall’obiettivo potrebbero essere transitori. In tali circostanze, è meno probabile che l’inflazione dei salari e l’inflazione dei prezzi si alimentino a vicenda. In altri termini, non si produrrebbero i cosiddetti “effetti di secondo impatto”. Ad esempio, alle pressioni disinflazionistiche ha contribuito negli ultimi anni il calo dei prezzi delle materie prime rispetto ai recenti massimi storici. Anche se questi prezzi dovessero soltanto stabilizzarsi ai livelli attuali senza rimbalzare a quelli precedenti, come sembra al momento in cui si scrive, le pressioni disinflazionistiche svanirebbero. Si tratta esattamente della medesima logica che ha indotto alcune banche centrali ad accettare, negli anni passati, un’inflazione persistentemente al di sopra del valore obiettivo. Certo, se l’ancoraggio delle aspettative di inflazione diminuisse, le pressioni disinflazionistiche assumerebbero una connotazione più preoccupante.

Anche quando le pressioni disinflazionistiche inattese si protraggono nel tempo, i costi potrebbero risultare inferiori a quanto comunemente ritenuto. Un aspetto rilevante è l’origine delle pressioni. È noto che i costi sono minori quando le pressioni sono generate da sviluppi positivi dal lato dell’offerta, anziché da una domanda insufficiente. Le recenti pressioni disinflazionistiche sono appunto dovute in parte a forze dal lato dell’offerta, in particolare alla maggiore concorrenza internazionale alimentata dalla protratta globalizzazione dell’economia reale (Capitolo III).

Solido ancoraggio delle aspettative di inflazione¹

Variazioni sull'anno precedente, in percentuale

Grafico V.6



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005 delle economie elencate. Le previsioni di inflazione a breve termine corrispondono alla media delle previsioni dell'inflazione dei prezzi al consumo a un anno, ricavate dalle previsioni di consenso per l'anno corrente e l'anno successivo; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso. Le previsioni di inflazione a lungo termine corrispondono alla media delle previsioni di consenso sull'inflazione dei prezzi al consumo a sei e a 10 anni; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso dopo il 4° trimestre 2011. Osservazioni semestrali (marzo/aprile e settembre/ottobre) convertite a frequenza trimestrale utilizzando un'interpolazione progressiva. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Brasile, Cile, Cina, Corea, Colombia, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera; per le previsioni di inflazione a lungo termine l'aggregato esclude l'Australia e la Nuova Zelanda.

Fonte: Consensus Economics.

Questa analisi sugli scostamenti per difetto dell'inflazione dall'obiettivo si applica anche ai cali effettivi e persistenti del livello dei prezzi; finora, sostanzialmente per le stesse ragioni, le banche centrali hanno ritenuto che il rischio di deflazione fosse trascurabile. In effetti, i dati storici indicano che le spirali deflazionistiche sono state delle eccezioni e che i periodi di deflazione, specie se moderati, sono risultati compatibili con una crescita economica sostenuta (riquadro V.D). Alcuni paesi negli ultimi decenni hanno effettivamente evidenziato la compresenza di crescita e disinflazione, senza dubbio per l'influsso di fattori positivi dal lato dell'offerta.

Nondimeno, considerati gli attuali livelli elevati del debito, è lecito domandarsi se un calo dei prezzi debba destare maggiori preoccupazioni. È fuor di dubbio che un elevato indebitamento accresce i costi di una flessione generalizzata dei prezzi. A meno che gli interessi sui contratti esistenti non si adeguino nella stessa misura, a parità di altre condizioni un calo dei prezzi accresce l'onere debitorio in rapporto al reddito. Storicamente, tuttavia, i danni causati da un calo dei prezzi delle attività si sono dimostrati assai maggiori di quelli di una flessione generalizzata del costo di beni e servizi: data l'ampiezza delle fluttuazioni, l'impatto di un decremento dei prezzi delle attività sulla ricchezza netta e sull'economia reale è semplicemente molto più grande (riquadro V.D). Ad esempio, i problemi in Giappone hanno avuto origine soprattutto dal crollo dei prezzi delle attività, specie degli immobili, allorché si è sgonfiato il boom finanziario, e non da un'ampia, graduale disinflazione.

Più in generale, considerazioni di stabilità finanziaria mettono in discussione l'opportunità di cercare di ricondurre l'inflazione al suo valore obiettivo entro l'orizzonte convenzionale di due anni. Lasciare invece che l'inflazione si discosti per difetto dall'obiettivo può essere la scelta appropriata, specie in quelle giurisdizioni

I costi della deflazione: gli insegnamenti dell'esperienza storica

Le deflazioni non sono tutte uguali. Grazie alla prevalenza di periodi di calo dei prezzi nel XIX e agli inizi del XX secolo, nonché dagli anni novanta, l'analisi dell'esperienza storica può mettere in luce aspetti rilevanti delle dinamiche deflazionistiche. Quattro aspetti emergono in particolare.

In primo luogo, l'esperienza abbonda di esempi di deflazioni "buone", o quantomeno "benigne", che hanno cioè conciso con periodi in cui il prodotto cresceva in linea con il trend, oppure evidenziava un rallentamento lieve e temporaneo. Nel primo anteguerra gli episodi di deflazione erano in genere benigni, e si accompagnavano a una protratta espansione del PIL reale (grafico V.D, diagramma di sinistra). Il tasso di crescita reale medio (2,3%) nei cinque anni fino al picco del livello dei prezzi era grosso modo analogo a quello dei cinque anni successivi (2,1%). Nella prima metà del secondo anteguerra (principalmente negli anni venti), il numero di deflazioni più costose ("cattive") è aumentato (grafico V.D, diagramma centrale); il prodotto continuava a crescere, ma molto più lentamente: i tassi medi nei periodi prima e dopo il picco erano rispettivamente pari al 2,3 e all'1,2%. La percezione che nel secondo anteguerra le deflazioni siano state veramente gravi si deve in particolare all'esperienza eccezionale della Grande Depressione, quando i prezzi nelle economie del G10 crollarono cumulatamente fino a quasi il 20% e il prodotto si contrasse del 10% circa. Tale esperienza non è riportata integralmente nel grafico V.D, diagramma centrale.

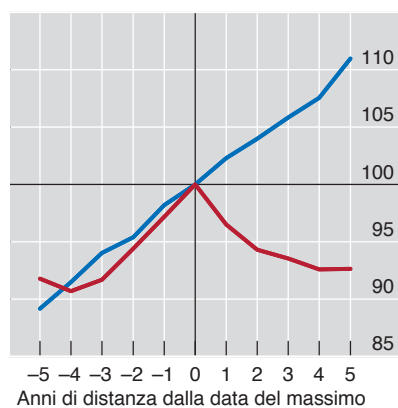
Gli episodi di deflazione nell'arco degli ultimi 25 anni sono stati in media molto più simili alle deflazioni "buone" del primo anteguerra che non a quelle della prima metà del secondo anteguerra (sebbene risulti molto più

Periodi di deflazione: la buona e la cattiva

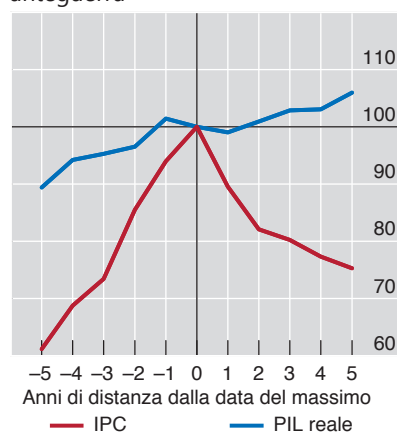
Massimo dell'IPC = 100

Grafico V.D

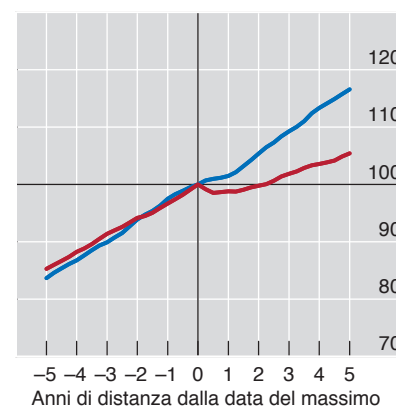
Primo anteguerra^{1,2}



Prima metà del secondo anteguerra^{1,2}



1990-2013^{1,3}



¹ Serie dei valori dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) cinque anni prima e dopo ciascun massimo per ogni economia considerata, ribasata ponendo il massimo pari a 100 (indicato come anno 0). Viene calcolata la media semplice degli indici ribasati per ciascuna economia. ² I massimi del primo anteguerra vanno dal 1860 al 1901; i massimi della prima metà del secondo dopoguerra vanno dal 1920 al 1930. Media semplice delle economie del G10. Cfr. Borio e Filardo (2004) per maggiori dettagli sull'individuazione dei massimi dell'IPC nei singoli paesi sulla base dell'indice annuale dei prezzi. Gli anni di massimo dell'IPC per ciascuna economia del G10 nel primo anteguerra e nella prima metà del secondo dopoguerra sono i seguenti: Belgio, 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Canada, 1882, 1889, 1920, 1929; Francia, 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Germania, 1928; Giappone, 1920; Italia, 1874, 1891, 1926; Paesi Bassi, 1892, 1920; Regno Unito, 1860, 1873, 1891, 1920; Stati Uniti, 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Svezia, 1862, 1874, 1891, 1920; Svizzera, 1892, 1898. ³ Media semplice di 13 economie, dati sull'IPC trimestrale. Si verifica un massimo quando il livello dell'IPC supera tutti i livelli precedenti nonché i livelli di almeno i quattro trimestri successivi. I trimestri di massimo dell'IPC sono i seguenti: area dell'euro, 3° trimestre 2008; Australia, 1° trimestre 1997; Canada, 4° trimestre 1993, 3° trimestre 2008; Cina, 1° trimestre 1998, 2° trimestre 2008; Giappone, 4° trimestre 1994, 4° trimestre 1998; Hong Kong SAR, 2° trimestre 1998; Norvegia, 1° trimestre 2003; Nuova Zelanda, 3° trimestre 1998; Singapore, 4° trimestre 1997, 1° trimestre 2001, 4° trimestre 2008; Stati Uniti, 3° trimestre 2008; Sudafrica, 2° trimestre 2003; Svezia, 4° trimestre 1997, 3° trimestre 2008; Svizzera, 2° trimestre 2008.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Looking back at the international deflation record", *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 15, n. 3, dicembre 2004, pagg. 287-311; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

difficile individuare i picchi nel livello dei prezzi in questo periodo rispetto ai periodi precedenti poiché le recenti deflazioni sono state generalmente assai brevi). Per gli episodi più recenti, i tassi medi di crescita del PIL nei periodi antecedenti e successivi al picco sono stati rispettivamente pari al 3,6 e al 3,1%, discostandosi in modo statisticamente non significativo.

Il secondo importante aspetto delle dinamiche deflative che emerge dall'esperienza storica è la generale assenza di un rischio intrinseco di spirali deflative, che si sono osservate unicamente nel caso della Grande Depressione sotto forma di flessioni pronunciate e persistenti del livello dei prezzi, e non in altri episodi storici. Durante gli episodi del primo anteguerra i cali dei prezzi erano persistenti, ma non pronunciati, con una riduzione cumulata media dell'IPC del 7% circa. Più di recente, gli episodi di deflazione hanno avuto vita assai breve e il livello dei prezzi è calato moderatamente; un'eccezione degna di nota è il Giappone, dove il livello dei prezzi è sceso cumulatamente di circa il 4% dagli ultimi anni novanta fino a poco tempo fa. Le evidenze, in particolare negli ultimi decenni, contrastano con l'idea che le deflazioni comportino pericolose spirali deflative. Inoltre, la minore flessibilità dei salari rispetto a epoche più remote riduce la probabilità di una spirale negativa fra riduzioni dei salari e flessioni dei prezzi.

In terzo luogo, sono state le deflazioni dei prezzi delle attività, piuttosto che quelle dei prezzi in generale, a danneggiare sistematicamente e significativamente l'andamento della macroeconomia^①. In effetti sia la Grande Depressione negli Stati Uniti sia la deflazione giapponese degli anni novanta erano state precedute da un importante crollo delle quotazioni azionarie e, in particolare, dei prezzi degli immobili. Queste osservazioni fanno ritenere che la relazione di causalità valga soprattutto nel caso della deflazione dei prezzi delle attività, la quale porta a una contrazione economica e quindi a maggiore deflazione, anziché nel caso della deflazione generale. Ciò trova riscontro anche nelle traiettorie dei prezzi e del prodotto in termini reali durante il secondo anteguerra (grafico V.D, diagramma centrale), che mostrano come il PIL reale si sia tendenzialmente contratto prima che entrasse in gioco la deflazione.

In quarto luogo, i recenti episodi di deflazione sono spesso andati di pari passo con una crescita dei prezzi delle attività, un'espansione del credito e un vigoroso andamento del prodotto. Si pensi ad esempio agli episodi degli anni novanta e duemila in paesi tanto diversi quanto la Cina e la Norvegia. Vi è il rischio che una politica monetaria accomodante in risposta alle deflazioni buone, volta a portare l'inflazione maggiormente in linea con l'obiettivo, possa involontariamente assecondare l'accumulo di squilibri finanziari. Opporsi alle deflazioni "buone" può, con l'andar del tempo, portare a deflazioni "cattive" laddove gli squilibri finiscano per correggersi in modo disordinato.

^① Per evidenze formali a questo riguardo, cfr. C. Goodhart e B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, capitolo 5, "Goods and asset price deflations".

in cui si sono andati accumulando squilibri finanziari (Capitolo IV). Altrimenti, a parità di altre condizioni, vi è di fatto il rischio che si creino pressioni deflazionistiche indesiderate più avanti nel tempo, quando il boom si esaurisce e lascia il posto a un crollo. Ciò, insieme alle evidenze di una minore efficacia della politica monetaria, indica che sebbene le recenti pressioni disinflazionistiche meritino un attento monitoraggio, occorre valutare accuratamente i fattori che limitano gli effetti nonché i costi di un ulteriore allentamento monetario.

Normalizzazione delle politiche

In prospettiva la transizione da un grado di accomodamento straordinario a un'impostazione più normale della politica monetaria pone una serie di sfide senza precedenti. Essa richiederà un'abile scelta dei tempi e un'attenta lettura dei fattori economici, finanziari e politici, e sarà quindi difficile assicurare una normalizzazione ordinata. La prospettiva di una transizione accidentata, unitamente ad altri fattori, indica che il rischio predominante è che l'azione delle banche centrali giunga troppo tardi o sia troppo lenta rispetto ai tempi ottimali di uscita.

Le banche centrali delle maggiori economie avanzate si trovano a distanze diverse dalla meta di una normalizzazione della politica monetaria. La Bank of

England mantiene costante da metà 2012 il volume delle attività finanziarie acquistate, mentre la Federal Reserve ha avviato nel 2014 una graduale riduzione degli acquisti su larga scala di titoli in vista di un aumento del tasso ufficiale. Per contro, la Bank of Japan è ancora pienamente impegnata nel suo programma aggressivo di espansione del bilancio, e la BCE ha da poco annunciato operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e ridotto i tassi di riferimento a livelli senza precedenti.

Le banche centrali hanno altresì indicato che il ritmo della normalizzazione sarà calibrato in base al vigore della ripresa e all'evoluzione dei venti contrari legati alla crisi. La Federal Reserve si attende che le dinamiche sfavorevoli nel mercato del lavoro e i problemi di bilancio si esauriranno nei prossimi anni, ma che il tasso di interesse reale compatibile con l'equilibrio macroeconomico (ossia il tasso di interesse naturale) si normalizzerà intorno al 2% soltanto in un arco di tempo più lungo, in parte a causa di un perdurante eccesso di risparmio mondiale. Il Monetary Policy Committee della Bank of England ha affermato che il tasso naturale è attualmente contenuto dalle persistenti tensioni nel sistema finanziario e dal processo di risanamento dei bilanci privati e pubblici. La BCE vede una diversa costellazione di fattori avversi, prevedendo che la riduzione della leva finanziaria delle banche e la frammentazione finanziaria, fra le altre cose, freneranno la ripresa per vari anni. Nel complesso, il divario fra le aspettative correnti dei mercati sui tassi ufficiali e le traiettorie dei tassi implicite nelle regole di Taylor (grafico V.7) potrebbe foggare la percezione delle forze avverse in gioco e della loro persistenza.

È oggi opinione comune che le banche centrali debbano agire con la massima cautela per evitare di compromettere la fragile ripresa. In base a questa opinione, la deflazione comporterebbe costi immani e differire l'uscita anche oltre i tempi ottimali non sarebbe un grosso problema: l'inflazione potrebbe aumentare, ma in tal caso le banche centrali potrebbero recuperare rapidamente il ritardo. Inoltre, sempre in quest'ottica, un'accurata politica di comunicazione, capace di annunciare con congruo anticipo un'eventuale uscita e di chiarire che questa verrebbe attuata con gradualità, contribuirebbe a limitare il rischio di turbative di mercato.

Questa opinione è corroborata da varie osservazioni storiche. La decisione di inasprimento della Federal Reserve nel 1994 generò serie tensioni sui mercati globali, mentre la manovra di uscita del 2004, meglio prevista dal mercato e più graduale, non ha prodotto effetti di tale portata. Inoltre, il ritmo graduale di quest'ultima manovra non si è tradotto in un aumento fuori controllo dell'inflazione. Di fatto, tale manovra è stata in gran parte definita in modo da evitare alcuni degli inconvenienti di quella del 1994.

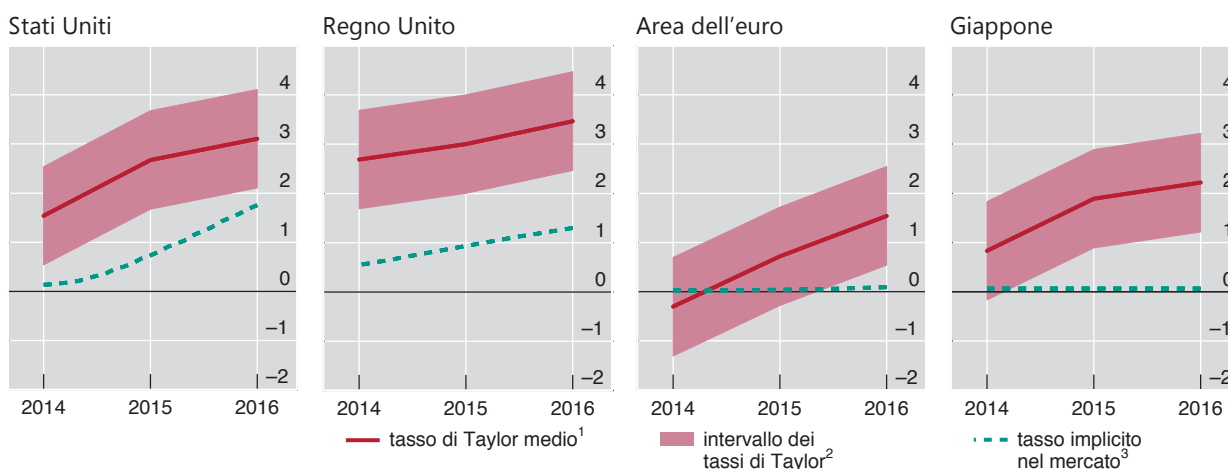
Tuttavia, il ragionamento che sollecita le banche centrali alla prudenza si focalizza sull'inflazione e sul ciclo economico trascurando il ciclo finanziario, ignora l'impatto sulla situazione delle finanze pubbliche e ripone forse una fiducia eccessiva nei poteri della comunicazione. Ciascuno di questi aspetti merita di essere approfondito.

Il predetto ragionamento perde di attrattiva allorché si considera il ciclo finanziario. Si può sostenere che proprio la lentezza della normalizzazione della politica monetaria dopo il 2003 ha favorito i forti boom del credito e dei prezzi degli immobili che hanno portato alla crisi finanziaria. Ad esempio, negli Stati Uniti agli inizi degli anni duemila il ciclo economico aveva segnato una svolta e i corsi delle azioni erano calati, ma la fase ascendente del ciclo finanziario era proseguita (Capitolo IV). Oggi vari sviluppi meritano attenta considerazione: le indicazioni di una corsa al rendimento a livello mondiale (Capitolo II); il rischio di un accumulo di squilibri finanziari in talune aree del mondo (Capitolo IV); e l'elevata sensibilità dell'onere debitorio privato ai tassi di interesse laddove i livelli di indebitamento non sono stati pienamente adeguati in funzione del prodotto (Capitolo IV).

I tassi impliciti nella regola di Taylor segnalano il perdurare di venti contrari

In percentuale

Grafico V.7



¹ Il tasso implicito nella regola di Taylor, i , è calcolato come $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, dove π corrisponde a, per gli Stati Uniti, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice dei prezzi della spesa per consumi personali (al netto di alimentari ed energia); per il Regno Unito, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo; e per il Giappone, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo (al netto degli alimentari freschi) escludendo gli effetti degli aumenti della tassa sui consumi; dove y è l'output gap stimato dall'FMI per tutte le economie; π^* è l'obiettivo di inflazione; e r^* è il livello di lungo periodo del tasso di interesse reale posto pari al tasso di crescita potenziale (stima dell'FMI). ² Nell'ipotesi di crescita potenziale $\pm 1\%$. ³ Al 13 giugno 2014; per gli Stati Uniti, contratto futures a un mese sul tasso sui federal fund; per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, curve degli overnight indexed swap relativi a, rispettivamente, euro, yen e sterlina.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Un ritmo di normalizzazione molto lento solleva inoltre alcune questioni riguardo agli effetti sulla sostenibilità dei conti pubblici. Uno di questi effetti è indiretto. Se da un lato mantenere i tassi di interesse eccezionalmente bassi per un periodo di tempo eccezionalmente lungo fornisce l'opportunità di consolidare le finanze pubbliche laddove queste sono in situazione critica, dall'altro può facilmente indurre nei governi un falso senso di sicurezza e ritardare così il necessario risanamento.

Un altro effetto è più diretto, ma non molto visibile. Laddove le banche centrali intraprendono acquisti ingenti di debito sovrano o quasi sovrano (finanziati naturalmente con attività a breve termine), esse accorciano la scadenza media delle passività nel bilancio consolidato del settore pubblico, comprendente la banca centrale e il governo. Ciò accresce la sensibilità dell'onere per il servizio del debito a variazioni dei tassi di interesse a breve termine e può inoltre condurre a pressioni politiche sulla banca centrale affinché si astenga dal normalizzare l'orientamento monetario nel momento e al ritmo opportuni, condurre cioè al rischio di dominanza fiscale. Il governo di certo non vedrà di buon occhio un peggioramento della sua posizione di bilancio; in tale contesto, le probabili perdite in cui incorrerà la banca centrale potrebbero mettere a repentaglio la sua capacità di manovra e persino la sua autonomia. Inoltre, i costi delle passività associati ai bilanci dilatati delle banche centrali pongono ulteriori sfide di natura politica. Ad esempio, la remunerazione delle operazioni di assorbimento della liquidità potrebbe beneficiare il settore finanziario, cosa che il pubblico potrebbe ritenere inopportuna. Al riguardo, un'opzione percorribile per comprimere i costi di remunerazione consisterebbe nell'imporre riserve obbligatorie non remunerate.

Infine, la comunicazione ha i suoi limiti. Le banche centrali desiderano comunicare chiaramente per evitare di sorprendere i mercati e generare brusche reazioni dei prezzi. Ma questo sforzo di chiarezza potrebbe infondere più sicurezza di quanto auspicato dalla banca centrale, incoraggiando l'assunzione di rischio. Con l'assottigliarsi dei differenziali di rischio, si rendono necessarie posizioni a effetto di leva sempre maggiore per ottenere rendimenti aggiuntivi. E anche in assenza di leva, gli investitori saranno attratti da attività sempre più rischiose e potenzialmente illiquide. Il processo aumenta quindi la probabilità di un brusco capovolgimento⁶. Inoltre, anche qualora la banca centrale fosse consapevole di questi rischi, essa potrebbe comunque essere molto riluttante ad agire, nel timore di precipitare quell'aggiustamento che stava cercando di evitare. Si può così innescare un circolo vizioso. Qualora maturi la percezione che la banca centrale sia lenta ad agire, potrebbero alla fine essere i mercati a reagire per primi.

Tutto ciò evidenzia come non vada sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale da parte delle banche centrali. Vi sono incentivi molto forti e fin troppo naturali che spingono in quella direzione. Un altro sintomo di tale predisposizione concerne i programmi di allentamento quantitativo, in virtù dei quali le banche centrali hanno acquistato volumi senza precedenti di titoli a lungo termine per abbassare i premi a termine. Adesso però, all'approssimarsi del momento della normalizzazione, appaiono più esitanti a liquidarli attivamente per timore di destabilizzare i mercati.

⁶ Cfr. S. Morris e H. S. Shin, "Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach", paper non pubblicato, Princeton University, 2014.

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

In miliardi di dollari USA

Tabella V.1

	Ai tassi di cambio correnti						Per memoria: stock in essere al dicembre 2013
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Mondo	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Economie avanzate ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
Stati Uniti	4	1	2	0	-2	-2	48
Area dell'euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Giappone	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Svizzera	0	47	126	54	197	21	489
Asia	410	715	651	424	239	529	5 880
Cina	418	453	448	334	130	510	3 821
Corea	-61	65	22	11	19	19	336
Filippine	3	4	16	12	6	2	74
Hong Kong SAR	30	73	13	17	32	-6	311
India	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesia	-5	11	29	14	2	-12	93
Malaysia	-10	2	9	27	6	-4	130
Singapore	11	12	38	12	21	14	270
Taipei Cinese	21	56	34	4	18	14	417
Thailandia	23	25	32	0	6	-12	159
America latina ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentina	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasile	13	39	49	63	19	-13	349
Cile	6	1	2	14	0	0	39
Messico	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
ECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Medio Oriente ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Russia	-56	-5	27	8	32	-17	456
Per memoria: esportatori netti di petrolio ⁵	142	-52	117	141	209	79	1 818

¹ Paesi elencati più Australia, Canada, Danimarca, Islanda, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svezia. ² Paesi elencati più Colombia e Perù. ³ Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁴ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. ⁵ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

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