

II. Politica monetaria: un sentiero stretto verso la normalizzazione

Dopo un lungo periodo di ampio e non convenzionale accomodamento monetario, volto a sospendere la ripresa dell'economia dopo la Grande Crisi Finanziaria (GCF), la normalizzazione in corso della politica monetaria nelle principali economie avanzate presenta caratteristiche peculiari. Essa comporta la normalizzazione sia dei tassi ufficiali sia dei bilanci delle banche centrali, è marcatamente asincrona, con la Federal Reserve che alza i propri tassi, mentre la BCE e la Bank of Japan continuano il programma di acquisto di attività su larga scala e le politiche di tassi negativi, e si verifica in un contesto macro-finanziario che porta ancora i segni del lungo periodo precedente caratterizzato da tassi di interesse storicamente bassi. Le banche centrali si trovano pertanto di fronte a sfide complesse.

Pensiamo ad esempio al fatto che non vi è stato un inasprimento delle condizioni finanziarie nazionali e mondiali da quando gli Stati Uniti hanno iniziato il processo di normalizzazione. Certo, esse sarebbero state persino più accomodanti se le autorità non fossero intervenute, ma gli sviluppi sollevano comunque la questione della trasmissione di queste politiche. I fattori sono diversi. Il miglioramento delle prospettive economiche e gli stimoli della politica di bilancio a breve termine potrebbero aver dato un impulso ai prezzi delle attività. Il proseguire del programma di acquisto di attività da parte delle principali banche centrali potrebbe aver in parte compensato gli effetti della politica di normalizzazione degli USA. Inoltre, è possibile che abbiano avuto un ruolo anche la gradualità e la prevedibilità della normalizzazione. Si è dovuto aspettare il secondo trimestre del 2018 per vedere qualche segnale della possibilità di un cambiamento significativo, in particolare per le economie emergenti.

Ciò mette in luce il delicato equilibrio che le banche centrali devono raggiungere. Da un lato, una normalizzazione troppo lenta potrebbe far sorgere rischi di surriscaldamento e per la stabilità finanziaria. Dall'altro, agire in modo troppo rapido potrebbe scatenare reazioni di disturbo sui mercati e compromettere la ripresa economica, soprattutto perché i livelli di debito a livello mondiale rispetto al PIL hanno continuato ad aumentare e le valutazioni dei mercati finanziari appaiono sovrastimate. Il compito si complica ulteriormente per le incertezze circa la forza della trasmissione, il contesto macroeconomico, il livello di "equilibrio" dei tassi di interesse, l'impatto degli aggiustamenti di bilancio delle banche centrali e, soprattutto, il limitato margine di manovra per affrontare eventuali futuri rallentamenti.

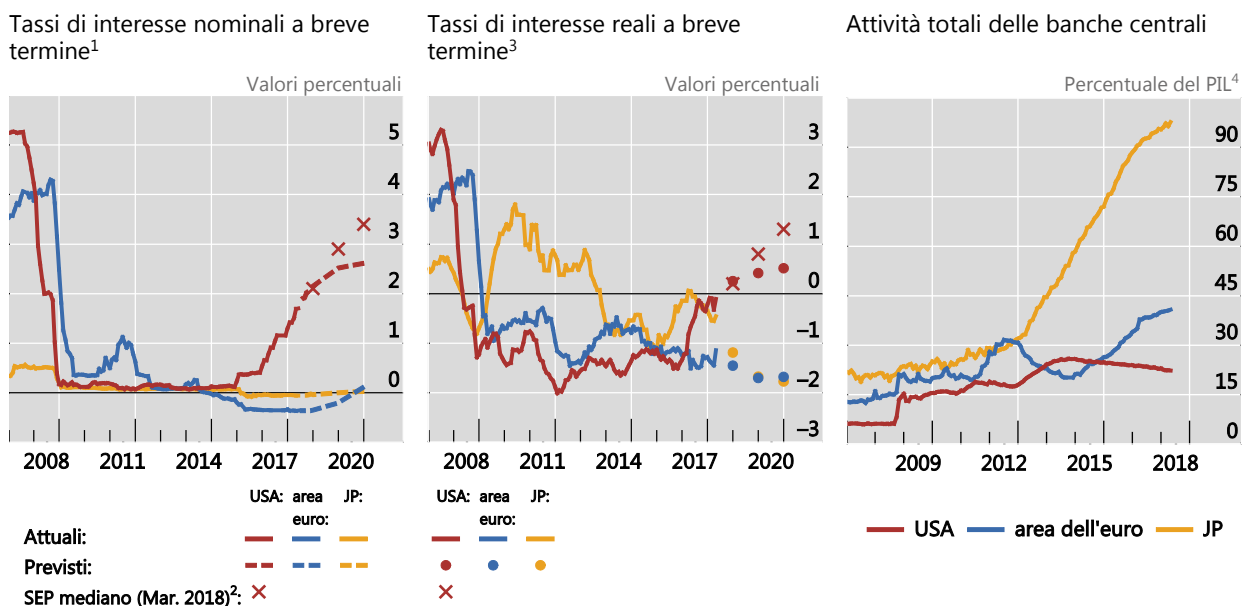
Dopo una panoramica della politica monetaria a livello mondiale, questo capitolo si sofferma sull'esperienza della banca centrale che è avanzata di più nel cammino verso la normalizzazione: la Federal Reserve. Esso traccia un confronto tra l'attuale inasprimento della politica monetaria degli USA e quelli precedenti, documentando le sue particolarità. Il capitolo si conclude con una discussione sulle principali sfide che le banche centrali devono affrontare in materia di politica monetaria.

La normalizzazione della politica monetaria: a che punto siamo?

Nel periodo in esame la normalizzazione della politica monetaria è avanzata a ritmi diversi nelle principali economie avanzate, a riprova dei loro diversi livelli di ripresa dalla GCF. Negli Stati Uniti, la normalizzazione dei tassi ufficiali ha accelerato, con tre nuovi rialzi della fascia obiettivo per i federal fund, portando a un incremento effettivo di circa 80 punti base tra giugno 2017 e maggio 2018, ovvero all'1,7% (grafico II.1, diagramma di sinistra). Nonostante questo, ad aprile 2018 il tasso era ancora negativo in termini reali, cioè corretto per l'inflazione (diagramma centrale). Al momento della redazione di questo capitolo, il Federal Open Market Committee (FOMC) prevedeva che le condizioni economiche avrebbero permesso ulteriori graduali rialzi, di modo che il tasso rimarrebbe per qualche tempo al di sotto del livello previsto per il lungo periodo. Il ritmo previsto della normalizzazione dei tassi ufficiali si è accelerato nella seconda metà del 2017, in un contesto di miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, pur continuando a essere molto graduale. A fine maggio 2018, le curve a termine lasciavano presagire un tasso dei federal fund al 2,6% per la fine del 2020, mentre le proiezioni elaborate in marzo dai partecipanti al FOMC suggerivano il 3,4% (proiezione mediana). Le previsioni del tasso reale dei federal fund indicavano pertanto un incremento graduale di solo lo 0,5-1,3% fino al 2020. A ottobre 2017, la

Una politica di normalizzazione asincrona

Grafico II.1



¹ Osservati: tasso effettivo dei federal fund (USA); EONIA (area dell'euro); tasso OIS a un mese (JP); medie mensili. Previsti: Tassi a termine OIS. Al 25 maggio 2018. ² Sommario delle proiezioni economiche (Summary of Economic Projections - SEP) dei membri del Federal Reserve Board statunitense e dei presidenti delle Federal Reserve Bank statunitensi. ³ Tasso nominale al netto dell'inflazione di fondo. Per l'inflazione di fondo: indice dei prezzi della spesa per consumi privati al netto di alimentari ed energia (US); IAPC complessivo al netto di alimentari ed energia (area dell'euro); IPC complessivo al netto di alimentari freschi ed energia (JP). Per l'inflazione di fondo stimata: SEP dei membri del Federal Reserve Board statunitense e dei presidenti delle Federal Reserve Bank statunitensi, marzo 2018 (USA); proiezioni macroeconomiche del personale della BCE per l'area dell'euro, marzo 2018 (area dell'euro); Bank of Japan, Outlook for Economic Activity and Prices (IPC al netto di alimentari freschi), aprile 2018 (JP). Per il Giappone, l'inflazione di fondo è corretta per tenere conto dell'aumento dell'imposta sui consumi, e le previsioni per l'esercizio finanziario sono interpolate linearmente per ottenere le cifre dell'anno solare. ⁴ Per l'ultimo periodo, dati del PIL più recenti.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Federal Reserve ha anche iniziato a ridurre le proprie attività in bilancio stabilendo un limite per i reinvestimenti. Le dimensioni del suo bilancio si sono quindi anch'esse contratte in termini assoluti, dopo essere calate in rapporto al PIL dal 2014 (diagramma di destra).

Le banche centrali dell'area dell'euro e del Giappone hanno invece proseguito il programma di acquisti di attività su larga scala e le politiche di tassi negativi. La BCE ha fatto un altro passo verso la normalizzazione dimezzando a €30 miliardi gli acquisti mensili netti da gennaio, ma ha reiterato la volontà di mantenere i tassi ai livelli attuali ben oltre la fine del programma di acquisti, che durerà almeno sino alla fine di settembre di quest'anno. La Bank of Japan ha continuato il programma di allentamento quantitativo e qualitativo e di controllo della curva dei rendimenti. Le due componenti chiave del programma sono appunto il controllo della curva dei rendimenti, tramite un tasso ufficiale a breve termine negativo e un obiettivo prossimo allo 0% per i rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni, e l'impegno a oltrepassare l'obiettivo di inflazione del 2%. In aprile di quest'anno, la Bank of Japan ha annunciato che la politica monetaria non era vincolata a una scadenza determinata per il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione.

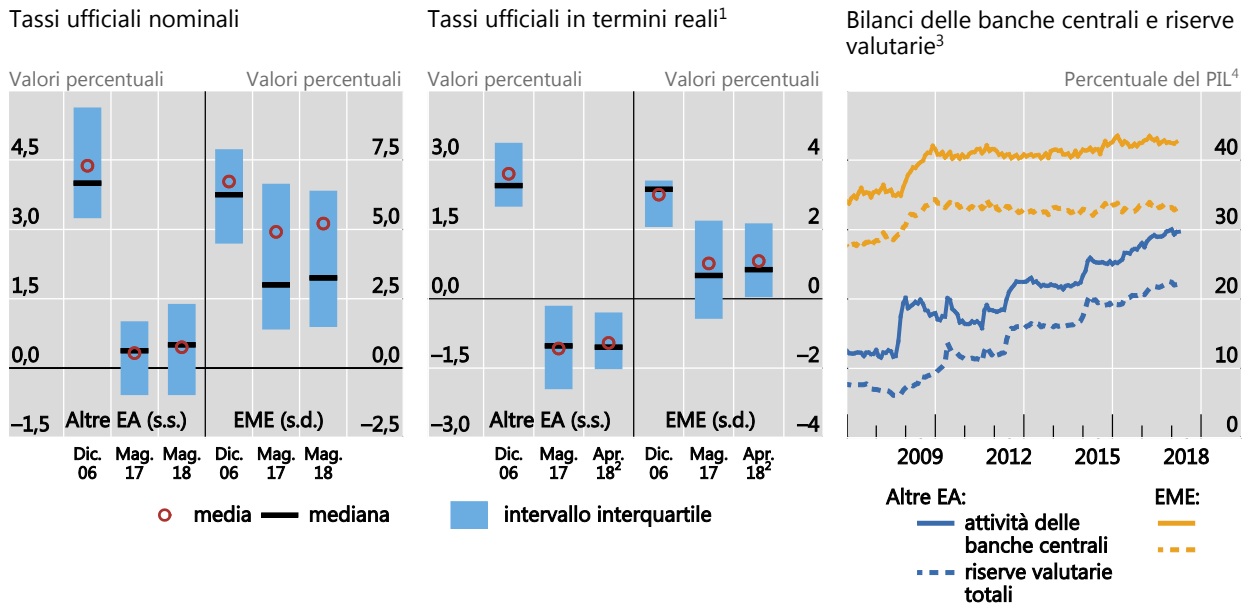
A maggio 2018 le stime dei tassi di interesse a breve termine dell'area euro e del Giappone indicavano per gli anni a venire al massimo un aumento solo graduale, sempre che questo avvenga. Nell'area dell'euro, i tassi a breve termine impliciti salgono sopra lo zero solo dal 2020; in Giappone non vi sono molti segnali che lascino presagire un prossimo incremento significativo (grafico II.1, diagramma di sinistra). Di conseguenza, nell'ultimo anno, i tassi del mercato monetario sono stati negativi in termini reali in entrambe le economie e, al momento della redazione di questo capitolo, le previsioni non suggerivano un ingresso in territorio positivo per il prossimo futuro (diagramma centrale). Allo stesso tempo, i bilanci della BCE e della Bank of Japan hanno registrato un'ulteriore espansione, se pur a un ritmo più lento. In aprile 2018, le attività della BCE e della Bank of Japan rappresentavano rispettivamente oltre il 40% e quasi il 100% del PIL (diagramma di destra). In conseguenza della combinazione delle politiche di tassi di interesse negativi e degli acquisti di attività su larga scala, a fine maggio 2018 circa il 40% e più del 50% rispettivamente dei titoli di Stato dell'area euro e del Giappone era scambiato a rendimenti negativi.

Nella maggior parte delle altre economie avanzate, i tassi ufficiali sono rimasti pressoché invariati durante l'anno, ben al di sotto dei livelli pre-crisi (grafico II.2, diagramma di sinistra). La maggioranza di esse, comprese Australia, Nuova Zelanda e Norvegia, hanno mantenuto tassi ufficiali costanti e un orientamento di politica monetaria accomodante in un contesto di bassa inflazione; in Danimarca, Svezia e Svizzera i tassi sono rimasti negativi. Il Canada ha invece aumentato il tasso ufficiale di 75 punti base da metà 2017, mentre il Regno Unito ha innalzato il tasso base a novembre 2017 per riportarlo al livello del periodo antecedente al voto della Brexit. Nelle altre economie avanzate, i tassi ufficiali sono rimasti negativi in termini reali (diagramma centrale). Ad aprile 2018, i bilanci delle banche centrali di queste economie erano rimasti pressoché invariati e si attestavano in media al 30% del PIL (diagramma di destra).

Anche nelle EME i tassi ufficiali sono rimasti pressoché invariati nel periodo in esame (grafico II.2, diagramma di sinistra). La People's Bank of China ha mantenuto un orientamento di politica monetaria neutrale e non ha cambiato i principali tassi di prestito e di deposito. Anche la Reserve Bank of India ha avuto come obiettivo un orientamento neutrale di politica monetaria, riducendo di 25 punti base i tassi ufficiali

Tassi ufficiali bassi ed espansione dei bilanci delle banche centrali in tutto il mondo

Grafico II.2



¹ Tasso ufficiale nominale al netto dell'inflazione di fondo; se non disponibile, inflazione complessiva. ² O ultimi dati disponibili. ³ Medie semplici delle varie economie. ⁴ Per l'ultimo periodo, dati del PIL più recenti.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; statistiche BRI sul tasso ufficiale; elaborazioni BRI.

nell'agosto dello scorso anno, che sono poi rimasti invariati fino a maggio 2018. In alcuni casi, i valori contenuti dell'inflazione hanno portato a tagli più significativi dei tassi nell'ambito di una politica accomodante delle banche centrali (Brasile e Sudafrica), o hanno accelerato la transizione verso un orientamento di politica monetaria neutrale (Russia). Il Messico ha inasprito il tasso ufficiale per frenare il rischio di inflazione a seguito del deprezzamento della sua valuta, della liberalizzazione dei prezzi del petrolio e dell'intensificarsi dell'incertezza riguardo alle sue relazioni commerciali con gli Stati Uniti. In termini reali, i tassi ufficiali delle EME sono rimasti in media leggermente sopra lo zero (diagramma centrale). I bilanci delle banche centrali si sono mantenuti stabili rispetto al PIL, attestandosi in media oltre il 40% ad aprile 2018 e rispecchiando riserve valutarie generalmente ingenti.

Da aprile 2018, alcuni paesi sono entrati in una fase di tensione a causa del deprezzamento delle proprie valute e dell'inversione dei flussi di capitali. Sebbene ciò sia dovuto in larga parte a sviluppi idiosincratici, queste tensioni sono anche il riflesso di un cambiamento più generale della fiducia degli investitori, legato all'apprezzamento del dollaro USA e all'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti (Capitolo I). In particolare, ad aprile e maggio l'Argentina ha aumentato il tasso di interesse principale per un totale di 12,75 punti percentuali, portandolo al 40%. Sempre a maggio, la Turchia ha innalzato il tasso di liquidità a fine giornata di 3 punti percentuali, portandolo al 16,5%, per arginare la fuga di capitali. Entrambi i paesi hanno intensificato gli interventi valutarie e l'Argentina ha richiesto di poter beneficiare di un programma del FMI. Al fine di stabilizzare il tasso di cambio, l'Indonesia ha innalzato i tassi di interesse due volte a maggio, per un totale di 50 punti base, neutralizzando i tagli dei tassi applicati nel terzo trimestre 2017.

L'attuale contesto di normalizzazione della politica monetaria presenta alcune caratteristiche inedite. Storicamente, i tassi di interesse delle economie avanzate non

sono mai stati così bassi, in termini reali e nominali, per così tanto tempo, e i bilanci delle banche centrali non hanno mai registrato analoghe espansioni in tempo di pace. Il protrarsi di questo orientamento accomodante, su più fronti, rischia di lasciare segni duraturi sul contesto macro-finanziario, il che rende più difficile la valutazione delle politiche. Parallelamente, la ripresa economica generalizzata attualmente in corso, che vede molti paesi avvicinarsi o persino superare gli indicatori standard di piena occupazione, coincide con un'inflazione modesta in molte giurisdizioni (Capitolo I). Senza contare che i livelli di debito in rapporto al PIL sono prossimi ai massimi storici.

Condizioni monetarie e finanziarie: una trasmissione imperfetta?

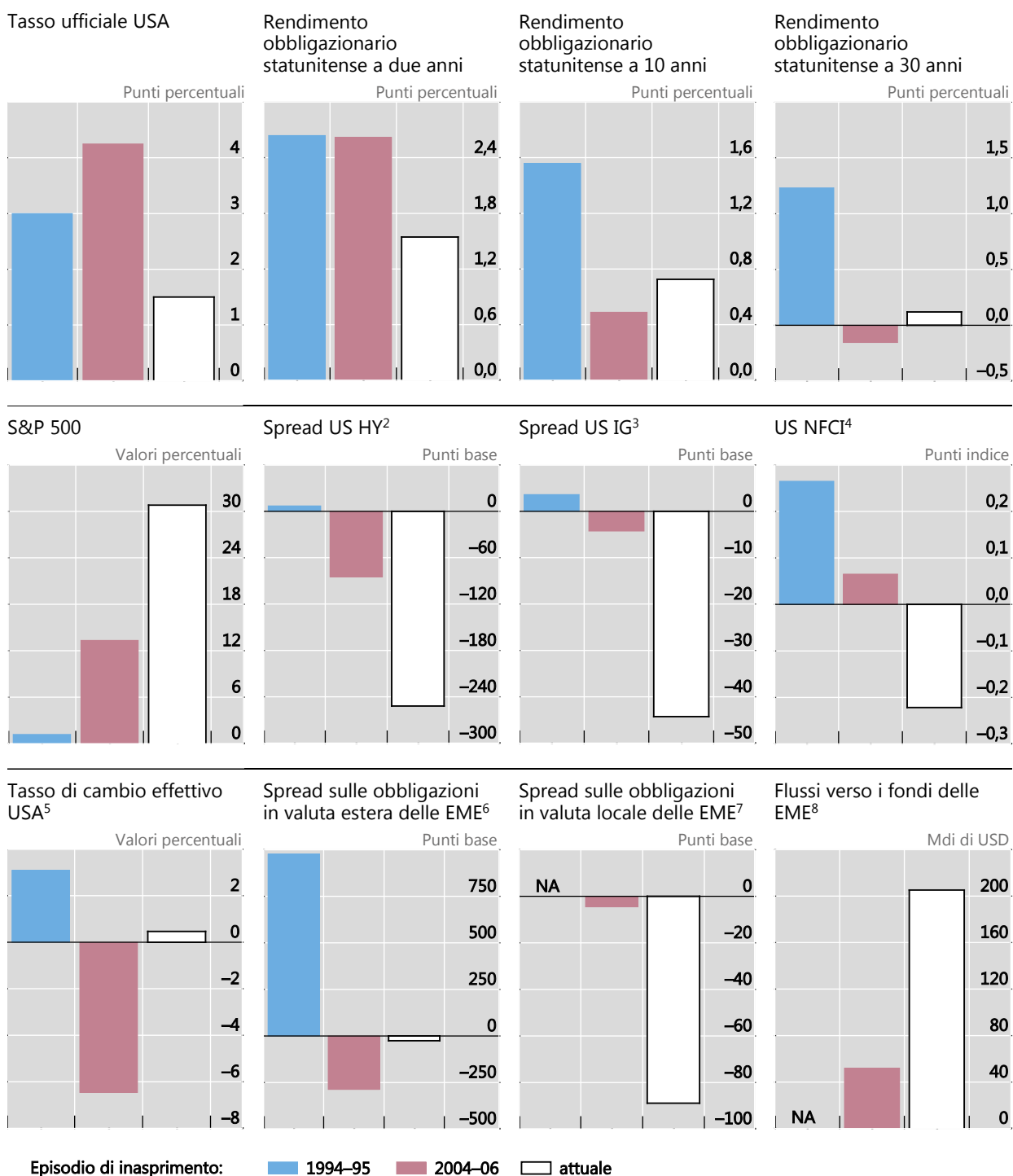
Uno sviluppo che vale la pena notare e che potrebbe essere in parte legato a questo contesto inedito riguarda la relazione tra le condizioni monetarie e quelle finanziarie. Di solito un inasprimento della politica monetaria coincide con quello delle condizioni finanziarie. Normalmente, i tassi del mercato dei capitali a breve e lungo termine aumentano, gli spread di rischio si allargano, l'incremento del prezzo delle attività come minimo rallenta e la valuta nazionale si apprezza a ogni ampliamento dei differenziali di tasso di interesse. Un inasprimento nelle maggiori economie solitamente si propaga in tutto il mondo, tramite le decisioni di portafoglio degli investitori e i mutamenti nell'assunzione di rischio. Nella misura in cui la situazione finanziaria è un canale di trasmissione essenziale della politica monetaria, ogni legame debole solleva la questione dell'efficacia delle politiche adottate. Tale situazione può inoltre complicare le politiche, aggravando il rischio di future tensioni indesiderate sui mercati, qualora induca o rifletta una maggiore assunzione di rischio (Capitolo I).

In realtà, almeno fino al primo trimestre del 2018, la normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti non è stata accompagnata da un inasprimento delle condizioni finanziarie; si è dovuto aspettare che il secondo trimestre fosse ben avviato per osservare segnali apprezzabili di una restrizione, soprattutto nelle EME (cfr. anche Capitolo I). Da dicembre 2015, quando gli Stati Uniti sono entrati nella fase di inasprimento, sino alla fine del maggio di quest'anno, i rendimenti dei titoli del Tesoro USA a due anni sono saliti, parallelamente all'aumento dei tassi ufficiali, di più di 150 punti base (grafico II.3). Ma il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni è aumentato solo di circa 70 punti base, mentre i rendimenti a lunghissimo termine sono rimasti pressoché invariati. È da notare che l'indice S&P 500 si è impennato, con un aumento di oltre il 30%, e che gli spread sul debito societario si sono ristretti di oltre 250 punti base nel segmento ad alto rendimento. L'anno scorso l'indice NFCI (National Financial Conditions Index) della Federal Reserve Bank of Chicago ha raggiunto il livello più basso mai registrato in 24 anni, prima di risollevarsi leggermente quest'anno, in linea con molti altri indicatori delle condizioni finanziarie. Il dollaro si è lievemente apprezzato, ma principalmente a causa di un'inversione di tendenza dalla fine di aprile che ha annullato il precedente deprezzamento. Quest'inversione è andata di pari passo con un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie delle EME (Capitolo I). Ciò detto, alla fine di maggio, gli spread dei titoli di debito in valuta locale nelle EME erano ancora inferiori di 90 punti base rispetto ai livelli di fine novembre 2015, e i flussi netti cumulativi verso i fondi delle EME ammontavano a oltre \$200 miliardi nel periodo in esame.

Un inasprimento paradossale?

Variazioni durante gli episodi di inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti¹

Grafico II.3



¹ Gli episodi di inasprimento sono quelli di febbraio 1994–febbraio 1995, giugno 2004–giugno 2006 e quello attuale (iniziato a dicembre 2015). I periodi di riferimento sono, rispettivamente, i mesi antecedenti al primo aumento del tasso. Dati di fine mese. Al 25 maggio 2018. ² Differenziali corretti per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) ad alto rendimento. ³ Differenziali corretti per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) investment grade. ⁴ Indice NFCI (National Financial Conditions Index) della Federal Reserve Bank of Chicago; valori più bassi indicano condizioni finanziarie più accomodate. ⁵ Indice generale dei tassi di cambio effettivi nominali della Federal Reserve; valori più alti indicano un rafforzamento del dollaro USA. ⁶ JPMorgan EMBI+ spread al netto del valore delle garanzie (stripped spread), EMBI stripped spread prima di dicembre 1997. ⁷ Spread dell'indice composito JPMorgan GBI-EM Broad Diversified sui rendimenti dei titoli sovrani USA a 10 anni. ⁸ Totale dei flussi azionari e obbligazionari netti verso le EME.

Fonti: Barclays; Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; statistiche BRI sui tassi ufficiali; elaborazioni BRI.

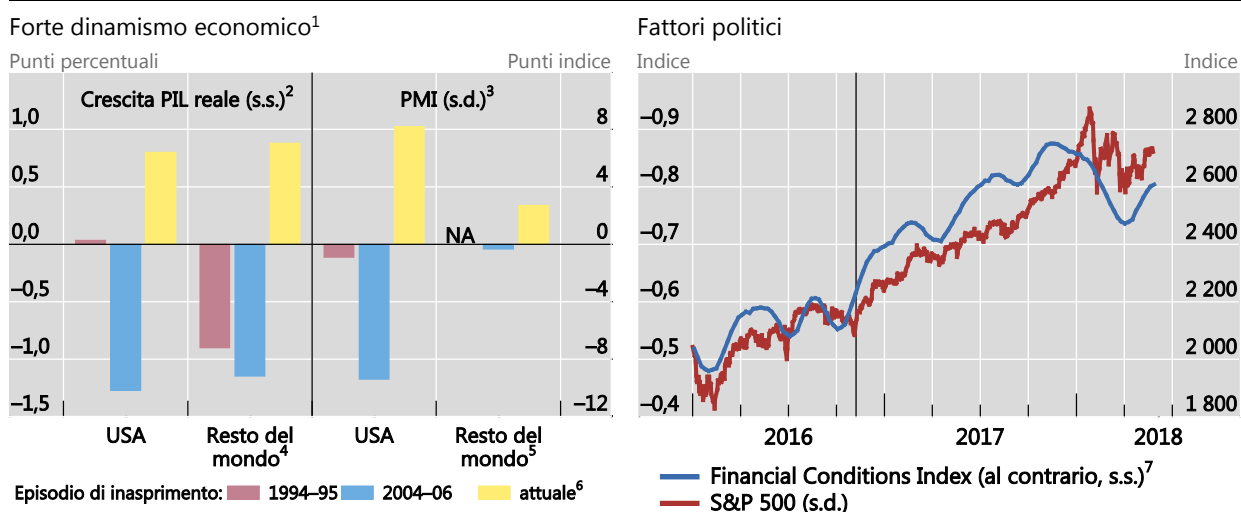
In termini qualitativi, l'attuale ciclo di inasprimento presenta qualche somiglianza con quello avvenuto a metà degli anni 2000. All'epoca, incrementi di oltre 400 punti base dei tassi ufficiali avevano coinciso con un aumento marginale (o persino con un calo) dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine – il famoso “enigma” dell'allora Presidente della Fed Alan Greenspan. I mercati azionari avevano anch'essi registrato un rialzo e gli spread creditizi degli Stati Uniti si erano ristretti, sebbene in modo minore rispetto a quanto sta avvenendo attualmente. Al tempo l'indice NFCI aveva registrato almeno un lieve incremento. Inoltre, il dollaro USA aveva perso più del 6%, mentre gli spread delle EME si erano ristretti e gli afflussi di portafoglio erano aumentati.

Questi due episodi sono notevolmente diversi dall'inasprimento del 1994-95, quando gli interventi della Fed avevano portato a un netto incremento dei rendimenti a lungo termine, spread creditizi più ampi nei mercati statunitensi e un inasprimento delle condizioni finanziarie complessive di questi mercati, come mostrato dall'indice NFCI. In quell'occasione il dollaro si era apprezzato e gli spread delle EME si erano ampliati in modo significativo in un contesto di forti deprezzamenti delle loro valute.

Il fatto che l'impatto della politica monetaria sulla situazione finanziaria sia limitato può dipendere da varie ragioni. Tra di esse, vi sono fattori non legati alla politica monetaria in sé, le dimensioni sempre più in crescita dei bilanci delle banche centrali fuori dagli Stati Uniti e, probabilmente, il carattere graduale e prevedibile della normalizzazione. Osserviamo ognuno di questi fattori.

Il miglioramento del contesto e delle prospettive macroeconomiche, che il prospetto di una politica di fiscale espansiva potrebbe rafforzare ulteriormente nel breve termine, potrebbe aver contrastato gli effetti dell'inasprimento monetario. Sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo, la prospettiva di crescita si è fortemente consolidata nell'ultimo anno, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. In particolare, durante l'attuale ciclo di inasprimento, il dinamismo economico, testimoniato dall'evoluzione della crescita del PIL reale e dalla fiducia delle imprese, si è intensificato sia negli Stati Uniti sia a livello mondiale, mentre nei precedenti episodi di restrizione aveva teso a una decelerazione (grafico II.4, diagramma di sinistra). Il rafforzamento della crescita si è probabilmente tradotto in una diminuzione del rischio di insolvenza percepito e in previsioni dei dividendi più elevate, almeno a breve termine. Ciò potrebbe spiegare la riduzione degli spread creditizi e l'aumento dei prezzi delle attività. Inoltre, fattori politici potrebbero aver stimolato il clima dei mercati finanziari. Più precisamente, è possibile che i risultati delle elezioni presidenziali degli Stati Uniti del novembre 2016 abbiano rafforzato le aspettative di politiche favorevoli alle imprese e di sostegno alla crescita, con il conseguente aumento delle stime degli utili societari e quindi dei prezzi delle attività. Senza dubbio, le elezioni hanno provocato un marcato incremento dei prezzi delle azioni e un allentamento delle condizioni finanziarie generali (diagramma di destra).

I programmi di acquisti di attività su larga scala delle principali banche centrali al di fuori degli Stati Uniti potrebbero aver controbilanciato l'impatto della normalizzazione della politica monetaria della Fed. Sebbene ci si aspettasse che la riduzione dei bilanci della Fed avrebbe fatto aumentare il premio a termine degli Stati Uniti, i continui acquisti di attività su larga scala in Europa e Giappone potrebbero aver avuto effetti di propagazione oltre confine portando il premio a comprimersi, dato l'interesse degli investitori per i titoli statunitensi a più alto rendimento. Di fatto, durante l'attuale inasprimento si è osservato un notevole incremento delle posizioni estere in titoli di debito USA, analogo a quello verificatosi



La linea verticale nel diagramma di destra indica l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali USA).

¹ Mutamenti delle rispettive variabili durante gli episodi di inasprimento negli USA. ² Sulla base dei dati trimestrali. ³ Settore manifatturiero (se non disponibile, economia in generale). ⁴ Medie semplici dei 10 EA e 16 EME in base ai dati disponibili. ⁵ Medie semplici in nove EA e 11 EME in base ai dati disponibili. ⁶ Per la crescita del PIL reale: fino al 1° trimestre 2018 per gli USA; 4° trimestre 2017 per il resto del mondo. Per l'indice PMI: fino ad aprile 2018. ⁷ Indice NCFI (National Financial Conditions Index) della Federal Reserve Bank of Chicago; valori più bassi indicano condizioni finanziarie più accomodanti.

Fonti: Datastream; IHS Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

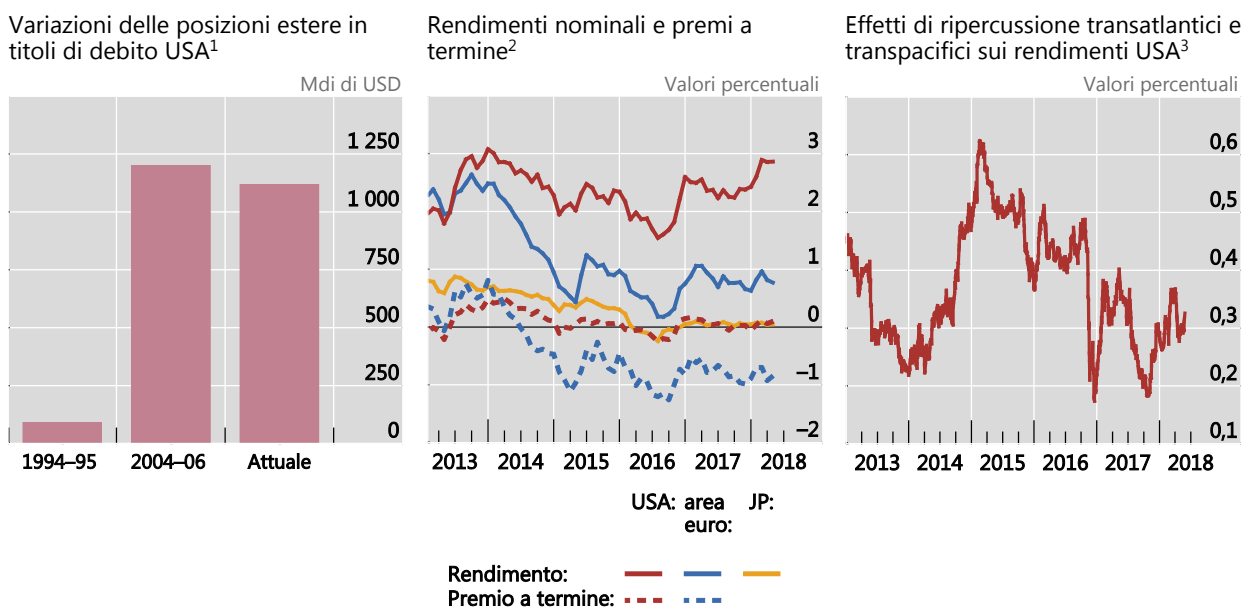
nell'episodio "enigmatico" del 2004 (grafico II.5, diagramma di sinistra). Come termine di paragone, nel 1994 le posizioni estere aumentarono solo lievemente.

Lo conferma l'evoluzione parallela dei rendimenti obbligazionari di Stati Uniti, area euro e Giappone, nonché dei loro premi a termine (diagramma centrale). La variazione temporale delle ripercussioni transatlantiche e transpacifiche relative ai tassi di interesse può infatti essere legata a cambiamenti importanti della politica monetaria (diagramma di destra). Tra il 2014 e il 2016, quando la BCE e la Bank of Japan hanno rispettivamente avviato ed espanso i propri programmi di acquisto di attività e introdotto tassi ufficiali negativi, l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e giapponesi spiegava circa il 40% delle variazioni dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. Gli effetti di "ripercussione" si sono affievoliti a fine 2016, ma si sono intensificati di nuovo a partire da fine 2017.

Infine, la gradualità e la prevedibilità dell'inasprimento potrebbero anch'esse aver avuto un ruolo. La gradualità è particolarmente importante quando vi è forte incertezza riguardo al contesto economico e alla trasmissione della politica monetaria, come adesso¹. In questo tipo di situazioni, la gradualità può contribuire a evitare reazioni finanziarie ed economiche indesiderate. Un alto grado di gradualità e prevedibilità può però anche smorzare l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria. A un inasprimento più graduale corrisponde una traiettoria più piana dei tassi a breve termine futuri previsti, mentre un alto grado di prevedibilità implica una riduzione dell'incertezza riguardo a tale traiettoria, e di conseguenza una diminuzione dei premi di rischio. A causa di questi effetti, la gradualità e la prevedibilità potrebbero favorire comportamenti di ricerca di rendimento e di assunzione di rischio, e questo comprimerebbe ulteriormente i premi di rischio e sospingerebbe i prezzi delle attività². Inoltre, gli operatori del mercato potrebbero interpretare la gradualità e la prevedibilità come un segnale dell'intenzione delle banche centrali di evitare brusche

Gli acquisti di attività da parte delle banche centrali incidono sui tassi di interesse a lungo termine

Grafico II.5



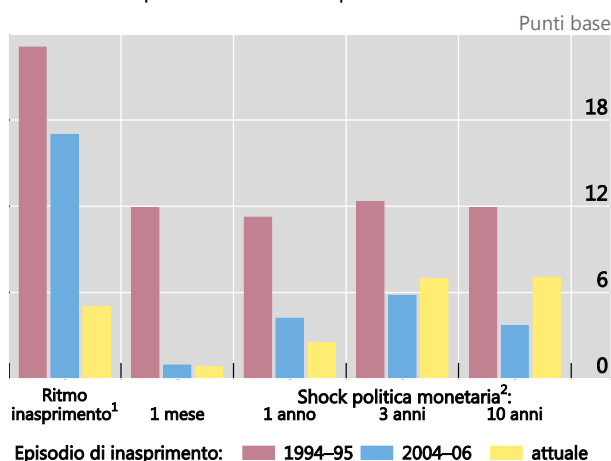
¹ Variazioni durante gli episodi di inasprimento negli USA. ² Sulla base dei rendimenti zero coupon dei titoli di Stato a 10 anni; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, settembre 2014. L'area dell'euro è rappresentata dalla Francia. ³ Effetti di ripercussione dei rendimenti dei titoli di Stato di Germania e Giappone a 10 anni sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA a 10 anni. Stimati sulla base di F. Diebold e K. Yilmaz, "Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets", *Economic Journal*, vol. 119, n. 534, gennaio 2009. I contributi sono calcolati a partire dalla matrice di varianza di errore prevista, desumibile dalla individuazione generalizzata degli shock.

Fonti: Federal Reserve Financial Accounts of the United States; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

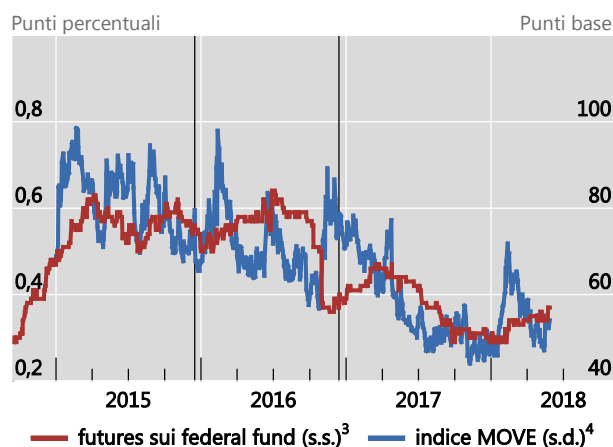
oscillazioni dei mercati, fornendo così un'assicurazione implicita a un'assunzione di posizioni rischiosa³.

Da dicembre 2015, la Federal Reserve ha iniziato a normalizzare la propria politica monetaria in modo molto graduale e prevedibile. Il ritmo medio mensile dell'aumento del tasso ufficiale era di soli 5 punti base a fine maggio 2018, rispetto ad almeno 20- e 15 punti base, rispettivamente, durante l'inasprimento della metà degli anni novanta e duemila (grafico II.6, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo, l'elemento di sorpresa delle variazioni del tasso ufficiale è stato generalmente irrilevante. Nei giorni dell'annuncio dei tassi ufficiali, i tassi di interesse a breve termine hanno registrato una variazione di meno di 2 punti base in media, simile all'impatto degli aumenti dei tassi nel 2004, ma decisamente minore a quella del 1994, quando l'elemento di sorpresa tendeva a superare 10 punti base. L'elemento di sorpresa nei rendimenti a medio e a lungo termine dei titoli del Tesoro è stato lievemente più significativo che negli anni duemila, probabilmente a causa di una dipendenza maggiore dalle indicazioni prospettiche e dell'effetto della normalizzazione dei bilanci, ma comunque dimezzato rispetto a quello avuto a metà degli anni novanta (diagramma di sinistra). In modo analogo, la riduzione della disponibilità di attività della Federal Reserve ha seguito un calendario preannunciato con un massimale dei reinvestimenti moderato. In linea con questo quadro generale, la volatilità dei futures su tassi ufficiali e quella implicita del mercato obbligazionario sono diminuite dall'inizio della normalizzazione dei tassi ufficiali (diagramma di destra).

Gradualità e prevedibilità della politica monetaria



Volatilità



Le linee verticali nel diagramma di destra indicano il 16 dicembre 2015 (primo incremento del tasso) e il 14 dicembre 2016 (secondo incremento del tasso).

¹ Variazioni medie mensili del tasso ufficiale USA. ² Variazioni medie assolute dei principali tassi di interesse nelle date delle riunioni del FOMC. Per le scadenze a un mese e a un anno, sulla base dei tassi OIS e Libor; per le scadenze a tre e 10 anni, sulla base dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. ³ Deviazione standard annualizzata delle variazioni giornaliere dei prezzi in 12 contratti futures generici durante gli ultimi 90 giorni di negoziazione. ⁴ Merrill Lynch Option Volatility Estimate.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Le sfide della politica monetaria

Il debole effetto dell'inasprimento della politica monetaria sulle condizioni finanziarie è solo un esempio delle sfide che le banche centrali devono affrontare nel processo di normalizzazione. A causa del carattere inedito delle condizioni di partenza e dell'ampiezza della gamma di strumenti utilizzati, vi è notevole incertezza sul meccanismo di trasmissione e sui parametri di riferimento della politica monetaria.

Consideriamo l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse. Da un lato, vi sono riscontri che il legame tra i tassi a breve e a lungo termine si è affievolito sugli orizzonti annuali dagli inizi degli anni duemila⁴. La politica monetaria potrebbe cioè dover agire con maggior vigore per ottenere un determinato effetto. Dall'altro lato, vi sono riscontri anche del fatto che nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine sono diventati più sensibili alle evoluzioni inaspettate della politica monetaria ad alta frequenza (giornaliere e infragiornaliere)⁵. Questo rivela il rischio di una brusca inversione dei tassi a lungo termine qualora la politica monetaria dovesse inasprirsi più del previsto.

Questioni analoghe riguardano l'impatto della normalizzazione dei bilanci sui tassi a lungo termine. Le stime sono molto imprecise e variano notevolmente. Per esempio, uno studio della Federal Reserve ha rilevato che l'annunciato piano di ridimensionamento del bilancio avrebbe aumentato il premio a termine dei titoli del Tesoro a dieci anni di circa 15 punti base nel 2018, ma con un'incertezza statistica sul livello del premio a termine fino a 70 punti base⁶.

Altre questioni riguardano il livello finale dei tassi di interesse, a volte considerato come il tasso naturale o di equilibrio, e definito comunemente come il tasso di interesse reale coerente con il prodotto pari al potenziale e un'inflazione pari al target. La maggior parte delle stime indica un calo considerevole del tasso naturale negli ultimi decenni, con un'ulteriore riduzione post-crisi, ma la fascia di valori è molto ampia (grafico II.7). Questa contrazione è stata collegata agli andamenti dell'economia reale che generano una diminuzione degli investimenti e un incremento del risparmio, quali i cambiamenti demografici e il rallentamento della crescita potenziale. Allo stesso tempo, nonostante il supporto fornito da studi che si concentrano sugli ultimi tre decenni, alcune analisi recenti che utilizzano serie storiche più lunghe trovano meno conferme per quest'ipotesi, mettendo in luce anche il ruolo della politica monetaria (Riquadro II.A).

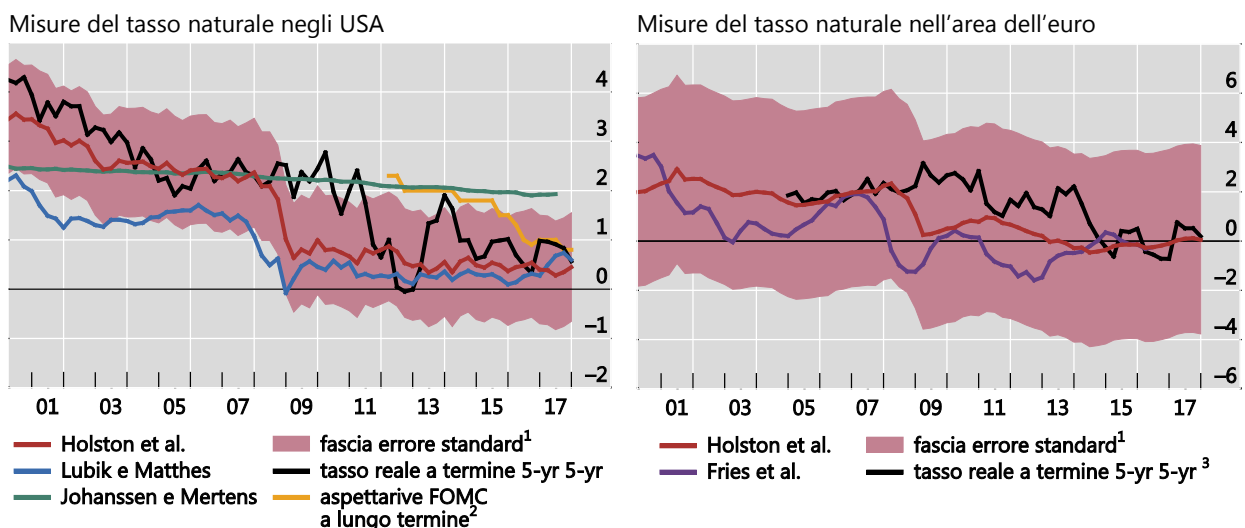
In questo contesto, le banche centrali devono raggiungere un delicato equilibrio per la determinazione delle tempistiche e del ritmo di ogni eventuale normalizzazione.

Da una parte, corrono il rischio di agire in maniera prematura e troppo rapidamente. La ripresa potrebbe rivelarsi fragile, data l'incertezza sul modo in cui i mercati finanziari e l'economia potrebbero reagire dopo un lungo periodo di tassi notevolmente bassi. Un incremento troppo rapido dei tassi di interesse potrebbe provocare un brusco aggiustamento dei prezzi dei mercati finanziari qualora inducesse una revisione sproporzionata dei livelli attesi dei tassi di interesse a rischio nullo o una decompressione dei premi di rischio. Una tale brusca inversione potrebbe essere amplificata dalle dinamiche di mercato (Capitolo III) e avere possibili

Il calcolo del tasso di interesse naturale comporta notevoli incertezze

Valori percentuali

Grafico II.7



¹ Fasce di un errore standard riguardo alle stime del tasso naturale di Holston et al.(2016), sulla base delle medie semplici. ² Proiezione mediana di più lungo termine dal SEP per il tasso dei federal fund meno il 2% del target di inflazione. ³ Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato francesi, integrati da quelli dei titoli di Stato tedeschi per interpolare i dati mancanti.

Fonti: S. Fries, J. Mésonnier, S. Mouabbi e J. Renne, "National natural rates of interest and the single monetary policy in the euro area", Banque de France, *Working Papers*, n. 611, ottobre 2017; K. Holston, T. Laubach e J. Williams, "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Papers*, novembre 2016; B. Johanssen e E. Mertens, "A time series model of interest rates with the effective lower bound", *BIS Working Papers*, n. 715, aprile 2018; T. Lubik e C. Matthes, "Calculating the natural rate of interest: a comparison of two alternative approaches", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Brief*, ottobre 2015; Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

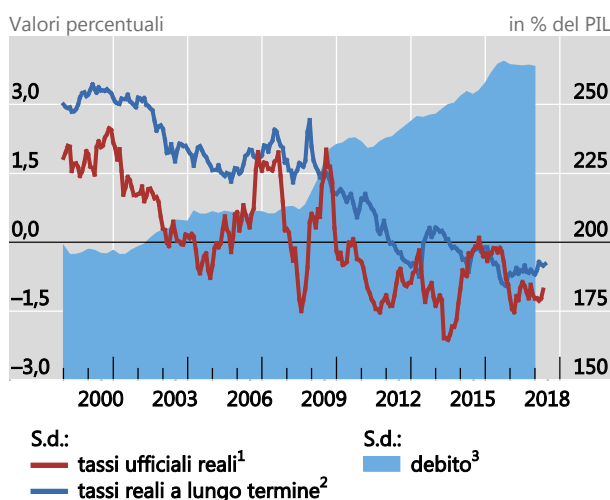
conseguenze macroeconomiche negative (Capitoli I e più avanti). Essa potrebbe compromettere la ripresa economica o avere effetti di propagazione oltre confine nel caso delle valute di finanziamento internazionale, con ripercussioni più ampie. Un aspetto particolarmente preoccupante riguarda il fatto che l'impatto macroeconomico di una politica monetaria più rigida potrebbe rivelarsi più ampio rispetto al passato dato che il debito ha continuato ad aumentare a livello mondiale, mentre i tassi di interesse sono calati (grafico II.8, diagramma di sinistra). Vi sono riscontri che l'impatto della politica monetaria sull'economia è notevolmente più forte quando il debito è elevato, il che rispecchia in parte un più marcato impatto a breve termine sull'incidenza del servizio del debito (diagramma di destra)⁷.

Anche altre considerazioni confermerebbero la necessità di una strategia paziente. Provando a vedere fino a che livello è possibile assecondare l'espansione, le banche centrali potrebbero in parte trasformare alcune delle perdite indotte dalla crisi in potenziale produttivo⁸. Ciò potrebbe richiamare nella forza lavoro i lavoratori scoraggiati e dare un impulso agli investimenti e alla produttività. Questo tipo di strategia permetterebbe anche alle banche centrali di testare l'effettiva portata del sottoimpiego di capacità nell'economia, basandosi sull'idea che l'inflazione segnala in modo attendibile una capacità eccedente. È una pratica comune correggere i dati di piena occupazione e prodotto potenziale a seconda del comportamento dell'inflazione, aumentandoli qualora l'inflazione non riesca a salire. Inoltre, fintanto che l'inflazione non reagisce in modo marcato alla domanda e le aspettative rimangono ben salde – appiattimento della curva di Phillips – il rischio di un'iperreazione sarebbe contenuto, il che permetterebbe alla banca centrale di restare paziente. In effetti uno dei motivi principali che hanno portato le banche centrali a spingere l'inflazione verso gli obiettivi ed evitare la deflazione sono i timori di un ancoraggio meno saldo delle aspettative e dell'associata perdita di credibilità.

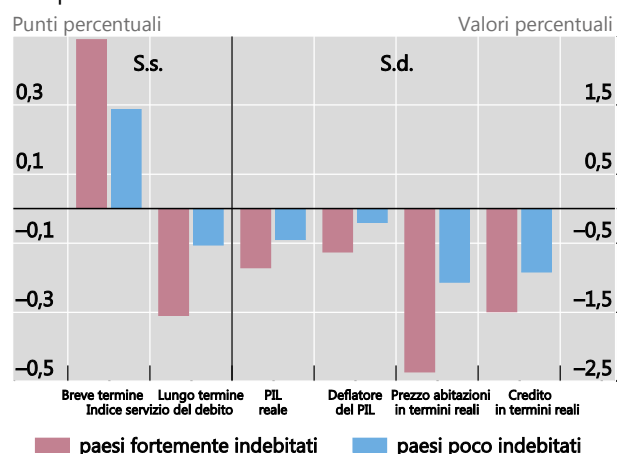
Un debito più elevato fa aumentare le vulnerabilità

Grafico II.8

I tassi di interesse sono crollati, il debito è lievitato



Impatto massimo di un aumento del tasso ufficiale di 100 punti base⁴



¹ Tasso nominale deflazionato per l'inflazione generale dei prezzi al consumo. Media semplice di DE, JP e US. ² Media semplice dei rendimenti dei titoli di Stato indicizzati a 10 anni di FR, JP e USA. ³ Credito totale al settore non finanziario. Media ponderata delle economie del G7 più la Cina, sulla base del PIL e dei tassi di cambio PPA. ⁴ Impatto massimo derivante dalla reazione a uno shock di 100 pb sul tasso ufficiale, sulla base delle stime VAR di dati panel per gruppo medio usando dati trimestrali per 18 EA ed EME. Per maggiori dettagli, cfr. B. Hofmann e G. Peersman "Esiste un canale di trasmissione della politica monetaria attraverso il servizio del debito?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2017 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Dall'altro lato, un'economia ad alta pressione comporta anch'essa dei rischi. Non si può escludere la possibilità di un aumento dell'inflazione più marcato del previsto (Capitolo I). E considerata l'ipersensibilità dei mercati finanziari sopravvalutati, ogni reazione sproporzionata potrebbe potenzialmente nuocere all'economia. La brusca correzione dei mercati azionari in risposta agli aumenti leggermente superiori al previsto dei salari negli Stati Uniti sottolinea questo rischio. In realtà, posticipare e/o rallentare la normalizzazione potrebbe incoraggiare ulteriormente l'assunzione di rischio, amplificando paradossalmente le probabilità di una reazione di questo tipo da parte dei mercati. Inoltre, si potrebbe supporre che una banca centrale rischi di perdere più credibilità se il livello di inflazione è superiore agli obiettivi piuttosto che il contrario. Dopo tutto, si è deciso di adottare un obiettivo di inflazione per contrastarne i livelli elevati, e le pressioni dell'economia politica generalmente tendono a spingere per una propensione all'allentamento.

Anche se l'inflazione non fosse incombente, il rischio non scomparirebbe. Dalla metà degli anni ottanta, le espansioni economiche non sostenibili sembrano essersi manifestate soprattutto sotto forma di un incremento insostenibile dell'indebitamento e dei prezzi delle attività (Capitolo I)⁹. Pertanto, anche in assenza di tensioni di mercato nel breve termine, il mantenimento di tassi di interesse a livelli troppo bassi per periodi di tempo troppo lunghi potrebbe far emergere rischi finanziari e macroeconomici per il futuro. In particolare, vi è ragione di credere che la tendenza al ribasso dei tassi reali e quella al rialzo del debito negli ultimi due decenni siano collegate e che anzi si rinforzino a vicenda. È vero che tassi di interesse di equilibrio più bassi potrebbero aver fatto aumentare il livello sostenibile del debito, ma riducendo il costo del credito essi incoraggiano anche attivamente l'accumulo del debito. A loro volta, gli alti livelli di indebitamento rendono più difficile aumentare i tassi di interesse, dato che i mercati delle attività e l'economia diventano più sensibili ai tassi di interesse – una sorta di "trappola del debito" (grafico II.8, diagramma di destra)¹⁰.

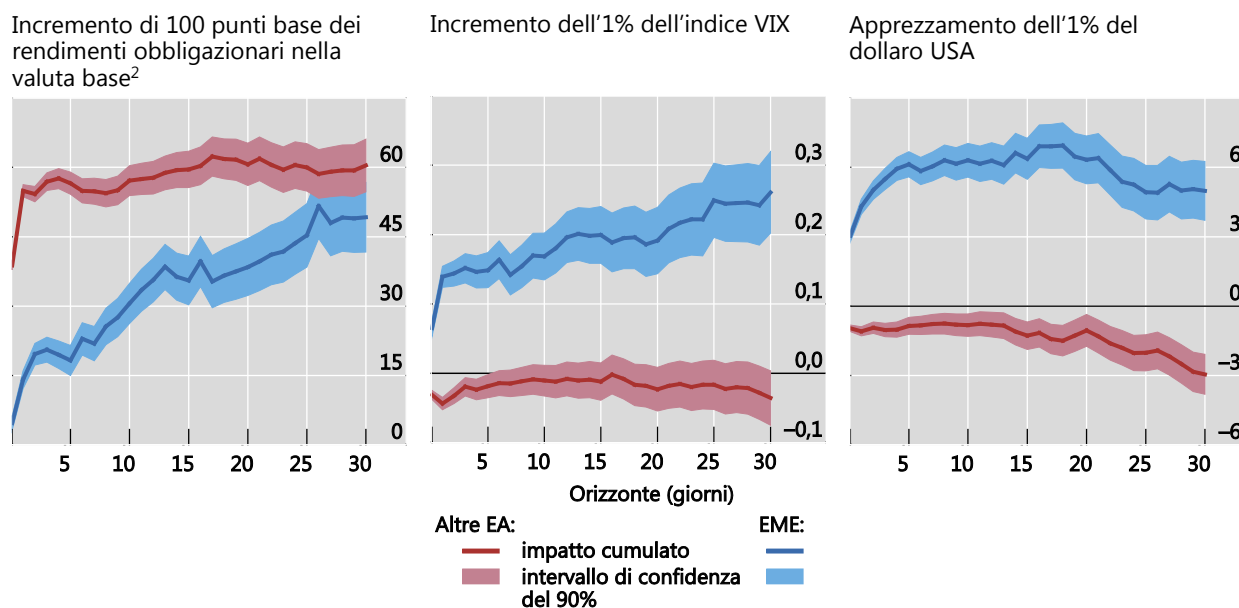
Un'ulteriore complicazione nel calibrare la normalizzazione è la necessità di costituire le riserve prudenziali per i prossimi rallentamenti dell'economia. Di fatto, lo spazio di manovra delle politiche è molto più stretto di quanto non fosse prima della crisi: i tassi ufficiali sono sostanzialmente più bassi e i bilanci più voluminosi. Se è vero che alcune banche centrali hanno mostrato che i tassi di interesse possono essere abbassati al di sotto dello zero, ciò probabilmente è possibile solo entro certi limiti. E se dopo la crisi le banche centrali hanno sperimentato sul campo strumenti non convenzionali, i loro effetti collaterali pongono dei limiti al loro utilizzo. Pertanto, a parità di condizioni, dato che lo spazio di manovra è prezioso, avrebbe senso adattare la traiettoria della normalizzazione per espandere questo spazio. Quanto farlo dipende dalla probabilità percepita che si verifichi un rallentamento dell'economia prima che il processo di normalizzazione sia completato, dall'impatto percepito dei tassi bassi sull'accumulo di debito e dai costi percepiti derivanti dall'aumento dei tassi.

La normalizzazione della politica monetaria delle maggiori banche centrali inciderà anche sulle EME e su altre economie avanzate attraverso gli effetti di ripercussione. Specificamente, in conseguenza dell'attività di arbitraggio degli investitori internazionali, esiste una forte correlazione positiva tra i rendimenti dei titoli di Stato delle principali economie avanzate e quelli delle EME e altre economie avanzate (grafico II.9, diagramma di sinistra). Un incremento dell'indice VIX, una misura della propensione al rischio degli investitori, precede un aumento significativo dei rendimenti delle EME e un lieve calo nelle altre economie avanzate, rispecchiando probabilmente i flussi verso attività rifugio (diagramma centrale). Soprattutto,

Effetti di propagazione a livello mondiale

Risposta dei rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni, in punti base¹

Grafico II.9



¹ Impatto cumulato sui rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni stimato dalle proiezioni locali di dati panel sugli effetti fissi usando dati giornalieri. L'insieme delle variabili di controllo include la variabile dipendente ritardata e la variazione dei tassi del mercato monetario interno a tre mesi. ² Per CH, CZ, DK, HU, NO, PL e SE, la valuta base è l'euro; per AU, BR, CA, CL, CN, CO, GB, HK, ID, IL, IN, KR, MX, MY, NZ, PH, RU, SG, TH, TR e ZA, il dollaro USA.

Fonti: ECB; Datastream; elaborazioni BRI.

l'apprezzamento del dollaro USA, tramite l'indebitamento in valuta estera e i bilanci degli investitori globali, coincide con deflussi di portafoglio dalle EME, dove spinge i rendimenti obbligazionari. Assieme alla riduzione dei rendimenti obbligazionari nelle altre economie avanzate, ciò riflette probabilmente una ricerca di titoli sicuri (diagramma di destra)¹¹.

Tutto ciò amplifica i mutamenti delle condizioni finanziarie a livello mondiale. Nelle fasi in cui i tassi di interesse rimangono bassi nelle principali valute di finanziamento internazionali, specialmente il dollaro USA, le EME in particolare tendono a beneficiare di condizioni finanziarie accomodanti. Quando i tassi di interesse aumentano, l'effetto è contrario. Per esempio, potrebbe esserci un'inversione di rotta se vi fosse una brusca correzione dei rendimenti obbligazionari nelle principali economie avanzate (specialmente se questo avvenisse in parallelo a un aumento della volatilità dei mercati azionari e all'apprezzamento del dollaro USA), i prenditori delle EME cercassero di coprire le proprie posizioni e gli afflussi di capitali si tramutassero in deflussi. Un chiaro esempio al riguardo è rappresentato dal cambiamento delle condizioni finanziarie per le EME avvenuto in seguito all'apprezzamento del dollaro USA, iniziato nel primo trimestre del 2018.

Nel passato, questi effetti di propagazione hanno rappresentato un serio problema per le banche centrali nelle EME e in altre economie avanzate e si prevede che sarà così anche in futuro. Da un lato, un ulteriore prolungamento delle condizioni finanziarie accomodanti a livello globale peggiorerebbe i trade-off che le autorità devono gestire nelle economie che temono l'apprezzamento delle valute e la costituzione di squilibri finanziari interni. Nelle economie avanzate piccole e aperte che non dipendono dal finanziamento in valuta estera e in cui l'inflazione è già

inferiore agli obiettivi, l'eventuale allentamento della politica monetaria nazionale volto a evitare un apprezzamento eccessivo della valuta nazionale tenderebbe a favorire la nascita di nuovi squilibri finanziari. In Svizzera, per esempio, i tassi di interesse sono stati negativi e l'inflazione è rimasta decisamente contenuta per un periodo abbastanza prolungato, mentre un boom del mercato ipotecario ha iniziato a destare preoccupazioni nelle autorità. Nelle EME che dipendono fortemente dal finanziamento in valuta estera, lo spazio di manovra delle politiche è ancora più stretto, in quanto le condizioni finanziarie in quel segmento di debito sono direttamente collegate alla politica monetaria del paese che emette la valuta di denominazione. Inoltre, se l'inflazione supera l'obiettivo o se vi è un accumulo di squilibri finanziari interni, l'inasprimento della politica monetaria è meno efficace. L'inasprimento favorisce un apprezzamento della valuta che, facendo diminuire l'onere del debito in valuta estera, può allentare ulteriormente le condizioni finanziarie nazionali. I prenditori sono indotti a contrarre più prestiti e i creditori a concederne di più a causa dell'apparente miglioramento del merito di credito dei prenditori.

Per gestire questi trade-off, le autorità possono ampliare lo spettro degli strumenti utilizzati – una strategia sempre più comune. Tramite misure macroprudenziali è possibile affrontare in modo mirato le vulnerabilità che emergono. Nonostante queste misure siano estremamente utili, secondo alcuni riscontri esse risultano più efficaci per rafforzare la resilienza del sistema finanziario piuttosto che per evitare lo sviluppo di squilibri finanziari (Capitolo IV). Allo stesso modo, gli interventi valutari possono compensare in parte l'apprezzamento indesiderato della valuta, costituendo una riserva cui attingere qualora le condizioni dovessero subire un'inversione di rotta.

Quando ciò effettivamente avviene, per le autorità diventa particolarmente difficile bilanciare i pro e i contro delle politiche, specie nelle EME. Anche se l'inversione è necessaria per limitare un nuovo accumulo di squilibri finanziari, essa potrebbe esporre alcuni paesi a vulnerabilità finanziarie, specialmente se si verifica in modo brusco e disordinato. Ciò potrebbe portare a forti pressioni contrattive, oltre al deprezzamento della valuta e quindi, nel breve termine, a un'inflazione più elevata. La portata dell'allentamento della politica monetaria verrebbe limitata in modo sostanziale; di fatto, si è spesso dovuto ricorrere a un inasprimento delle politiche per evitare un deprezzamento incontrollato. Se è possibile attingere alle riserve valutarie, le esperienze passate dimostrano che il loro effettivo utilizzo potrebbe essere minore di quanto le loro dimensioni potrebbero suggerire, in quanto i mercati si agitano quando le riserve diminuiscono. E vi sono riscontri che indicano che gli strumenti macroprudenziali sono più efficaci per costituire le riserve che per attenuare le crisi finanziarie (Capitolo IV).

Gli effetti di propagazione su scala mondiale possono avere conseguenze anche per i paesi che li hanno provocati. Le dimensioni complessive dei paesi esposti agli effetti di ripercussione suggeriscono che ciò che succede al loro interno potrebbe avere conseguenze finanziarie e macroeconomiche significative nelle economie da cui questi effetti hanno avuto origine. Tali conseguenze confermano la necessità, come minimo, che quelle economie agiscano nel proprio interesse in modo illuminato, in linea con i mandati nazionali¹². Si tratta di una dimensione aggiuntiva che complica la taratura della normalizzazione e che merita un'attenzione particolare.

Concludendo, quello della normalizzazione è un sentiero stretto. Per percorrerlo sarà necessaria molta capacità di giudizio per valutare i trade-off, nonché una buona dose di pragmatismo per adattarsi alle condizioni variabili. Sarà inoltre richiesta una

certa flessibilità per il raggiungimento degli obiettivi di inflazione. In particolare, dato che le espansioni non sostenibili potrebbero manifestarsi con maggiori squilibri finanziari piuttosto che con un incremento dell'inflazione, e che il debito accumulato potrebbe limitare notevolmente il margine di manovra futuro, le dinamiche del debito e dei prezzi delle attività devono essere monitorate attentamente e dovrebbero essere incluse nelle decisioni delle politiche. Ciò vale anche per la necessità di recuperare spazio di manovra per le politiche, che si è ristretto significativamente dalla GCF. Considerate le condizioni iniziali, il cammino non sarà facile. Senza dubbio vi saranno reazioni dei mercati finanziari, con sintomi di ritrazione/allontanamento. Ma finché le turbolenze dei mercati finanziari rimangono contenute, non ci sono ragioni per cui le banche centrali debbano correggere il ritmo della normalizzazione. La volatilità di per sé non è un problema. Di fatto, nella misura in cui inibisce un'assunzione di rischio eccessiva, è salutare ed è parte integrante della soluzione. La sfida consisterà nel condurre la normalizzazione con mano ferma, evitando reazioni sproporzionate rispetto a episodi transitori di volatilità.

Il calo dei tassi di interesse reali naturali: cosa sappiamo?

Il calo dei tassi di interesse reali avvenuto a livello mondiale negli ultimi decenni è spesso attribuito a una riduzione dei tassi di interesse reali naturali, ovvero il livello in cui il risparmio effettivo voluto corrisponde agli investimenti in condizioni di piena occupazione^①. Diversi fattori potrebbero aver provocato la diminuzione degli investimenti e l'aumento del risparmio negli ultimi decenni, e di conseguenza il calo dei tassi di interesse reali naturali (o di equilibrio). Dal lato degli investimenti, i fattori più probabili sono una riduzione della produttività e della crescita potenziale, che possono ridurre la redditività marginale del capitale e quindi gli investimenti. Il calo del prezzo relativo del capitale (per esempio computer), che riduce gli esborsi di investimenti richiesti, è un altro potenziale fattore. Dal lato del risparmio, si è sottolineato il ruolo che hanno avuto nel suo incremento gli sviluppi demografici, in particolare per quanto riguarda l'aumento della popolazione in età lavorativa e dell'aspettativa di vita. Come postula la teoria del ciclo di vita, un indice di dipendenza più basso si traduce nell'incremento del risparmio in quanto la popolazione attiva tende a risparmiare di più di quella pensionata. Analogamente, una maggiore longevità spinge all'aumento del risparmio per l'aspettativa di un pensionamento più lungo. Una maggiore disuguaglianza di reddito tende anch'essa a incrementare il risparmio aggregato, dato che le famiglie con un reddito più elevato hanno maggiore propensione al risparmio. Infine, l'aumento della domanda di attività sicure e dell'avversione al rischio potrebbero portare ad abbassare i tassi di interesse reali a rischio nullo. Tra le possibili ragioni vi sono l'offerta globale limitata di titoli sicuri, che non ha tenuto il passo con la crescente domanda di risparmio, compresa quella proveniente dalle EME, e maggiori preoccupazioni in generale riguardo ai rischi macroeconomici di eventi estremi^②.

L'andamento osservato negli ultimi decenni conferma la rilevanza di questi fattori risparmio-investimenti. Anche solo un rapido sguardo ai dati suggerisce che i fattori risparmio-investimenti e i tassi di interesse reali hanno qualche tendenza in comune. Per esempio, il calo dei tassi reali degli ultimi 30 anni ha coinciso con quello degli indici di dipendenza e della crescita della produttività. Inoltre, l'aspettativa di vita si è alzata, le disuguaglianze sono aumentate e il prezzo relativo del capitale è sceso, come postulerebbe l'ipotesi. Nel periodo in esame la correlazione tra i tassi di interesse reali e queste variabili è pertanto alta e in linea con la teoria (grafico II.A, diagramma di sinistra). Anche ricerche recenti mostrano che una buona parte del calo osservato nei tassi reali può essere spiegato da modelli strutturali. Per esempio, gli studi che si concentrano sui fattori demografici di solito usano modelli a generazioni sovrapposte per cogliere le dinamiche tra l'indice di dipendenza, l'aspettativa di vita e la crescita della popolazione. Questi studi mostrano che negli ultimi decenni gli andamenti demografici potrebbero aver ridotto i tassi di interesse reali di 1 o più punti percentuali. Rachel e Smith (2017) usano stime già disponibili sull'elasticità e mostrano che la crescita potenziale, gli andamenti demografici, il premio di rischio e il prezzo relativo del capitale sono i fattori più importanti; a essi è ascrivibile il calo di 3 punti percentuali dei tassi di interesse reali verificatosi dagli anni ottanta^③.

Un altro riscontro è il fatto che l'inflazione non sia aumentata malgrado la tendenza al ribasso dei tassi di interesse reali. Supponendo che la curva di Phillips sia stabile, un gap prolungato tra i tassi di interesse reali e la loro controparte naturale dovrebbe esercitare pressioni sulla domanda aggregata, incidendo in ultima istanza sulle dinamiche di inflazione. Un'inflazione relativamente stabile suggerisce che i tassi di interesse reali hanno semplicemente seguito la riduzione dei tassi naturali. La maggior parte delle stime del tasso naturale "filtrate" si è basata sulla curva di Phillips per l'individuazione, in massima parte indicando un calo costante negli ultimi 30 anni (grafico II.7).

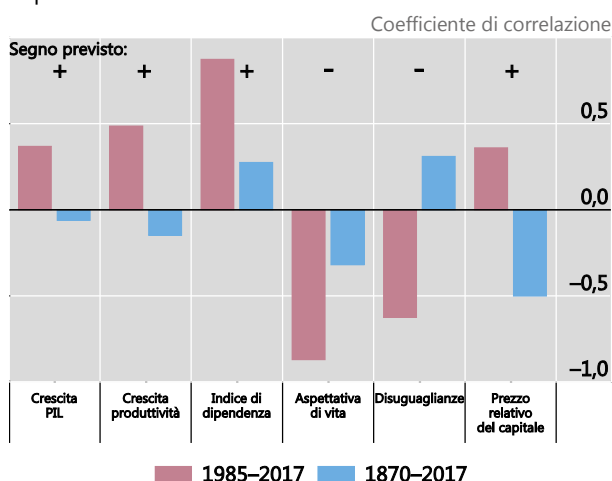
Sebbene vi sia consenso sul fatto che il tasso di interesse naturale potrebbe essere sceso recentemente, vi sono anche ragioni per essere più circospetti, almeno per quanto riguarda le politiche concrete. Le stime filtrate sono accompagnate da un grado alquanto elevato di incertezza statistica, anche perché il legame empirico tra l'inflazione e il sottoimpiego di capacità nell'economia non è sempre stato stretto (grafico II.7). Emergono altre criticità quando si considera la possibilità di una curva di Phillips non lineare e di una variazione strutturale del processo inflazionistico. Allo stesso tempo, l'approccio strutturale, che si concentra sull'articolazione di pochi meccanismi specifici alla volta, lascia poco spazio alla valutazione empirica delle diverse ipotesi. Ciò a sua volta rende più difficile valutare le prospettive per il tasso naturale perché l'evoluzione futura dei fattori risparmio-investimenti potrebbe divergere. L'invecchiamento della popolazione in corso potrebbe capovolgere gli effetti demografici e la crescita potenziale potrebbe assumere una tendenza al rialzo, mentre le disuguaglianze e la carenza di attività sicure potrebbero essere forze più persistenti.

Vi è anche il rischio che si sia data troppa importanza all'esperienza degli ultimi 30 anni. La correlazione tra i tassi di interesse reali e i fattori risparmio-investimenti cambia di segno o diventa sostanzialmente più debole quando si amplia il campione per coprire periodi più lunghi (grafico II.A, diagramma di sinistra). Studi empirici ufficiali basati su lunghe serie di dati confermano questa osservazione. Hamilton et al. (2015) rilevano che la crescita del PIL, una determinante chiave del tasso naturale nei modelli macroeconomici, non ha una relazione stretta con i tassi di interesse reali, e Lunsford e West (2017) considerano un insieme di fattori negli Stati Uniti e trovano una sola variabile demografica in correlazione con i tassi reali⁴. Borio et al. (2017) analizzano una vasta serie di fattori di 19 economie avanzate dalla fine del XIX secolo e specificano diversi modelli in cui questi fattori determinano in modo congiunto i tassi di interesse reali⁵. Rilevano che nessuno dei fattori risparmio-investimenti può spiegare in modo uniforme i movimenti dei tassi di interesse reali. I risultati hanno superato vari test di robustezza ed estensioni, tra cui un controllo per il premio di rischio⁶.

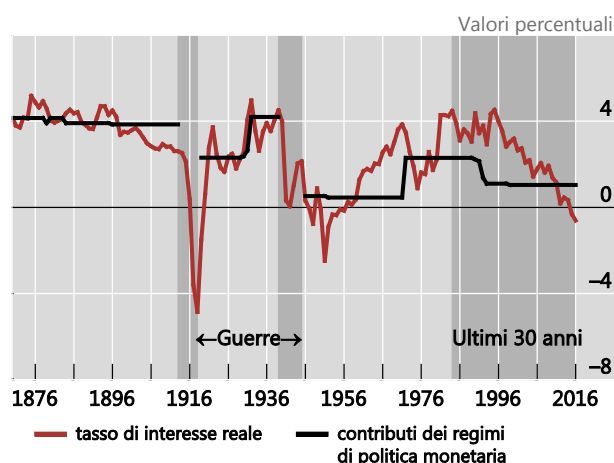
Determinanti monetarie e non monetarie del tasso di interesse reale

Grafico II.A

Correlazione tra i tassi di interesse reali e i fattori risparmio-investimenti¹



Tasso di interesse reale e regimi di politica monetaria²



¹ Correlazione tra la mediana dei tassi di interesse reali a lungo termine di diversi paesi e i fattori risparmio-investimenti. La mediana si basa su 19 EA. Dal 1991, l'indice di dipendenza include le EME. ² Il tasso di interesse reale e i contributi da parte dei regimi di politica monetaria sono mediane tra paesi. I contributi dei regimi di politica monetaria per ogni paese sono calcolati usando come input i regimi di quel paese e i fattori risparmio-investimenti; i coefficienti sono stimati da un insieme di regressioni su dati panel. Gli effetti dei regimi di politica monetaria sono colti tramite variabili dummy specifiche dei paesi e periodi, che individuano sette diversi regimi. I periodi di guerra sono ignorati.

Fonte: C. Borio, P. Disyatat, M. Juselius e P. Rungcharoenkitkul, "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", *BIS Working Papers*, n. 685, dicembre 2017.

Un'ipotesi alternativa è che i fattori monetari potrebbero avere effetti più persistenti sui tassi di interesse reali di quanto generalmente si pensi. Esistono vari canali possibili. È possibile che sia più facile valutare le aspettative di inflazione in alcuni regimi di politica monetaria (ad esempio negli ultimi 30 anni e durante l'era del sistema aureo), di modo che le variazioni dei tassi di interesse nominali siano trasmesse costantemente al tasso reale. Vi sono precedenti riscontri del fatto che le discontinuità dei tassi di interesse reali medi coincidono con quelle dell'inflazione, il che suggerisce un ruolo sistematico della politica monetaria (Rapach e Wohar (2005))⁷. Inoltre, i cicli finanziari boom-bust potrebbero essere parzialmente determinati dalla politica monetaria, lasciando una traccia duratura sull'economia reale, tra cui i tassi di interesse reali. Di fatto, Borio et al. (2017) mostrano che i cambiamenti di regime della politica monetaria incidono sui livelli dei tassi di interesse reali, anche tenendo conto dell'influenza delle variabili risparmio-investimenti. Il diagramma di destra del grafico II.A mostra l'impatto stimato dei cambiamenti di regime della politica monetaria sui tassi di interesse reali. Per esempio, il passaggio dal periodo post-Bretton Woods negli anni ottanta al regime attuale basato sugli obiettivi di inflazione è associato a una riduzione di 1,3 punti percentuali del tasso di interesse reale. Le tendenze dei tassi reali sembrano anch'esse essere influenzate dai cambiamenti di regime. L'effetto persistente dei cambiamenti di politica monetaria sui tassi reali solleva questioni complesse riguardo ai fattori di risparmio e di investimento della sfera reale e mette in luce i limiti pratici dei tassi di interesse naturali per la definizione delle politiche.

① In modo equivalente, in un modello macroeconomico canonico, è definito come il livello del tasso di interesse reale che non è né espansionistico, né contrattivo per la produzione. A volte viene fatta una distinzione tra i tassi di interesse naturali a breve e lungo termine. Il tasso di interesse naturale a breve termine è influenzato da shock transitori, quali shock della crescita potenziale o della produttività; il tasso naturale a lungo termine prevale quando terminano gli effetti di questi shock. Questo tasso è più stabile ma può variare nel corso del tempo a causa di shock permanenti e rotture strutturali nelle relazioni economiche.

② Per maggiori dettagli sulla letteratura in materia e sui riferimenti bibliografici riportati in questo riquadro, cfr. Borio et al. (2017) (per il riferimento bibliografico completo, cfr. le citazioni delle fonti del grafico II.A).

③ L. Rachel and T. Smith, "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n. 3, settembre 2017, pagg. 1-42.

④ J. Hamilton, E. Harris, J. Hatzius e K. West, "The equilibrium real funds rate: past, present and future", *IMF Economic Review*, vol. 64, n. 4, 2016, pagg. 660-707; K. Lunsford e K. West, "Some evidence on secular drivers of US safe real rates", Federal Reserve Bank of Cleveland, *Working Papers*, 17-23, 2017.

⑤ Per il riferimento bibliografico completo, cfr. le citazioni delle fonti del grafico II.A.

⑥ Borio et al. (2017) si servono degli episodi di più forte crescita del PIL e dell'inflazione come proxy del rischio macroeconomico.

⑦ D. Rapach e M. Wohar, "Regime changes in international real interest rates: are they a monetary phenomenon?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n. 5, 2005 pagg. 887-906.

Note di chiusura

- ¹ La gradualità può essere descritta come un approccio secondo cui la banca centrale “tende a correggere i tassi di interesse a poco a poco, con una serie di piccoli o medi passi nella stessa direzione” (B. Bernanke, “Gradualism”, dichiarazioni rilasciate durante un incontro di economia co-sponsorizzato dalla Federal Reserve Bank of San Francisco e dalla University of Washington, Seattle, 20 maggio 2004). Una delle ragioni a sostegno della gradualità è rappresentata dalla necessità di un approccio più cauto quando vi è forte incertezza sulle reazioni dell’economia a un cambiamento dell’orientamento della politica monetaria; cfr. W. Brainard, “Uncertainty and the effectiveness of policy”, *American Economic Review*, vol. 57, 1967, pagg. 411–25; e B. Sack, “Does the Fed act gradually? A VAR analysis”, *Journal of Monetary Economics*, 2000, pagg. 229–56. Un’altra ragione è che un’azione graduale potrebbe permettere alle banche centrali di incidere maggiormente sui tassi di interesse a lungo termine; cfr. M. Woodford, “Optimal interest-rate smoothing”, *Review of Economic Studies*, vol. 70, 2003, pagg. 861–86.
- ² Cfr. C. Borio e H. Zhu, “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”, *Journal of Financial Stability*, dicembre 2012, per un’analisi completa del legame tra la politica monetaria da un lato e la percezione e la valutazione del rischio dall’altro, ovvero il canale dell’assunzione di rischio della politica monetaria. Cfr. T. Adrian e H. S. Shin, “Financial intermediaries, financial stability and monetary policy”, in *Maintaining stability in a changing financial system*, atti del Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Economic Symposium, agosto 2008, per un approfondimento sulla prevedibilità e sulla gradualità come fattori dell’accumulo di leva finanziaria prima della GCF.
- ³ Ne potrebbe conseguire un “equilibrio di sussurri” (“whisper equilibrium”), in cui la banca centrale sussurra per non destabilizzare i mercati e gli operatori del mercato tendono le orecchie per sentire meglio. Dato che i mercati reagiscono con più forza, gli sforzi delle banche centrali per evitare di fomentarli sono in parte vanificati e il valore segnaletico dei prezzi dei mercati finanziari è compromesso. Per maggiori dettagli su questo equilibrio di sussurri, cfr. J. Stein, “Challenges for monetary policy communication”, discorso presso Money Marketeers of New York University, 6 maggio 2014; e H. S. Shin, “Can central banks talk too much”, discorso presso la conferenza della BCE *Communications challenges for policy effectiveness, accountability and reputation*, 14 novembre 2017.
- ⁴ Cfr. S. Hanson, D. Lucca e J. Wright, “Interest rate conundrums in the twenty-first century”, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, n. 810, marzo 2017.
- ⁵ Cfr. Hanson et al. (2017), op cit.
- ⁶ Cfr. B. Bonis, J. Ihrig e M. Wei, “Projected evolution of the SOMA Portfolio and the 10-year Treasury term premium effect”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *FEDS Notes*, settembre 2017.
- ⁷ Per una discussione più approfondita e un’analisi empirica del canale di trasmissione della politica monetaria attraverso il servizio del debito, cfr. B. Hofmann e G. Peersman “Esiste un canale di trasmissione della politica monetaria attraverso il servizio del debito?”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2017 (versione integrale disponibile soltanto in inglese), e i riferimenti bibliografici ivi contenuti.
- ⁸ Vi sono riscontri di recessioni dovute a fattori di domanda che hanno conseguenze durature sulla produzione attraverso effetti di isteresi; cfr. O. Blanchard, E. Cerutti e L. Summers, “Inflation and activity – two explorations and their monetary policy implications”, *IMF Working Papers*, WP/15/230, 2015; e R. Martin, T. Munyan e B. Wilson, “Potential output and recessions: are we fooling ourselves?”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n. 1145, 2015. La tesi a sostegno del mantenimento di un’economia ad alta pressione si basa sull’ipotesi dell’effetto di isteresi in senso inverso.
- ⁹ Il concetto di output gap indipendente dai fattori finanziari è un modo per incorporare le informazioni sugli squilibri finanziari nella valutazione del sottoimpiego di capacità nell’economia. Queste misure hanno dimostrato di produrre risultati migliori rispetto alle misure tradizionali dell’output gap in quanto indicatori in tempo reale della sostenibilità produttiva, anche nel periodo antecedente alla GCF. Cfr. BRI, *86ª Relazione annuale*, giugno, 2016; e C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, “Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle”, *Oxford Economic Papers*, vol. 69, n. 3, 2017, pagg. 655–77.
- ¹⁰ Con “trappola del debito” ci si riferisce a una situazione in cui l’accumulo di debito che coincide con una politica monetaria accomodante rende progressivamente più difficile l’aumento dei tassi. Per un’analisi più dettagliata della nozione di trappola del debito e dei riscontri empirici dei suoi effetti, cfr. C. Borio e P. Disyatat, “Low interest rates and secular stagnation: is debt a missing link?”, *VOX*,

giugno 2014; e M. Juselius, C. Borio, P. Disyatat e M. Drehmann, "Monetary policy, the financial cycle, and ultra-low interest rates", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n. 3, 2017, pagg. 55–90.

- ¹¹ Per una panoramica dei meccanismi che operano rispettivamente attraverso i flussi bancari e il finanziamento sul mercato dei capitali, cfr. V. Bruno e H. S. Shin, "Global dollar credit and carry trades: a firm level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, agosto 2015; B. Hofmann, I. Shim e H. S. Shin, "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, gennaio 2016, rivisto a maggio 2017. Cfr. anche BRI, *85ª Relazione annuale*, giugno 2015, Capitolo V, per un'analisi degli effetti di propagazione a livello globale.
- ¹² Cfr. BRI (2015), op. cit., per un'analisi delle implicazioni degli effetti di propagazione globali per le politiche.