



# Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

## Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?

OLIVIER BLANCHARD e LAWRENCE H. SUMMERS\*

### Abstract:

*L'ovvia lezione della Grande crisi finanziaria è che il sistema finanziario conta e che altre crisi finanziarie probabilmente si verificheranno di nuovo. La seconda lezione, più generale, è che spesso l'economia non è in grado di auto-stabilizzarsi. Queste due lezioni, in un contesto in cui i tassi d'interesse "neutrali" dovrebbero rimanere bassi, hanno chiare implicazioni per la progettazione delle politiche di stabilizzazione. Come minimo, esse suggeriscono che le politiche potrebbero dover diventare più aggressive, sia ex ante che ex post, con un ribilanciamento di ruoli tra politiche monetarie, fiscali e finanziarie. In particolare, bassi tassi "neutrali" riducono i margini d'azione della politica monetaria, ma aumentano la possibilità di utilizzo della politica fiscale. Pensiamo a tale ribilanciamento come una evoluzione. Se tuttavia, i tassi "neutrali" diventeranno ancor più bassi o la regolamentazione finanziaria risulterà insufficiente per prevenire le crisi, potranno rendersi necessarie misure ancor più drastiche, inclusi più ampi disavanzi di bilancio, revisioni degli obiettivi di politica monetaria o restrizioni più severe sul sistema finanziario. Pensiamo a tutto questo come una rivoluzione. Il tempo ci dirà.*

*The obvious lesson from the Great Financial Crisis is that the financial system matters and financial crises will probably happen again. The second, more general, lesson is that the economy is often not self-stabilizing. These two lessons, together with an environment where "neutral" interest rates are likely to remain low, have clear implications for the design of stabilization policies. At a minimum, they suggest that policies may need to become more aggressive, both ex-ante and ex-post, with a rebalancing of the roles of monetary, fiscal and financial policies. In particular, while low "neutral" rates decrease the scope for using monetary policy, they increase the scope for using fiscal policy. Think of such rebalancing as evolution. If however, "neutral" rates become even lower, or financial regulation turns out to be insufficient to prevent crises, more dramatic measures, including larger fiscal deficits, revised monetary policy targets, or sharper restrictions on the financial system, may be needed. Think of this as revolution. Time will tell.*

Olivier Blanchard: Peterson Institute for International Economics;  
Lawrence H. Summers: Harvard University

### Per citare l'articolo:

Blanchard O., Summers L.H.: (2019), "Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287): 171-195

### DOI:

[https://doi.org/10.13133/2037-3651\\_72.287\\_2](https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_2)

### JEL codes:

E02, E20, E31, E32, E42, E5, E62

### Keywords:

monetary, fiscal and financial policies; macroeconomic stabilization; evolution or revolution of economic policy

### Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

\* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Traduzione del capitolo introduttivo del volume *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, Cambridge (MA): MIT Press, 2019. Questo lavoro fu originariamente realizzato per la conferenza "Rethinking Macroeconomic Policy IV" tenutasi presso il Peterson Institute for International Economics a Washington nell'ottobre 2017 e viene qui riproposto dagli autori in relazione al dibattito riportato in Blanchard e Brancaccio (2019). Gli autori ringraziano Vivek Arora, Ben Bernanke, Giovanni dell'Ariccia, Bill Cline, Stanley Fischer, Morris Goldstein, Greg Ip, Colombe Ladreit, Thomas Pellet, Lukasz Rachel, Martin Sandbu, Andrei Shleifer, Robert Solow, Anna Stansbury, Nicolas Veron, e David Vines per i commenti, e Andrew Sacher per l'assistenza alla ricerca.



Quest'opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Dopo circa un decennio dall'inizio della Grande crisi finanziaria, ricercatori e policy-maker stanno ancora valutando le implicazioni della crisi e delle sue conseguenze per la politica economica. Le grandi crisi precedenti, dalla Grande Depressione alla stagflazione degli anni '70, determinarono profondi cambiamenti nell'analisi e nella politica macroeconomica. La questione oggi è se questa crisi debba determinare effetti analoghi, e se effettivamente li determinerà. Nostra opinione è che dovrebbe, ma non siamo così sicuri che ciò avverrà.

Come è ovvio, il verificarsi della crisi ha costretto i macroeconomisti a (ri)scoprire il ruolo e la complessità del settore finanziario e a rivalutare l'importanza delle crisi finanziarie nell'influenzare l'attività economica. Ma la lezione da trarre va ben oltre e dovrebbe costringerci a mettere in dubbio alcune credenze consolidate. Tra di esse, gli eventi degli ultimi dieci anni hanno messo in discussione l'idea secondo cui le economie si stabilizzano da sé e hanno nuovamente sollevato la questione che shock temporanei possano avere effetti permanenti. Questi insegnamenti richiedono una rivalutazione della teoria e della politica macroeconomica. In quel che segue esamineremo in dettaglio le loro implicazioni per specifici aspetti della politica economica, senza essere enciclopedici e selezionando solo le questioni che riteniamo più rilevanti.<sup>1</sup>

Nella prima sezione di questo lavoro esaminiamo la risposta a due grandi crisi precedenti, la Grande Depressione degli anni '30 e la stagflazione degli anni '70. La prima condusse alla "rivoluzione keynesiana", a una generale preoccupazione verso i processi destabilizzanti, all'attenzione verso l'andamento della domanda aggregata, all'assegnazione di un ruolo cruciale alle politiche di stabilizzazione e a controlli più serrati sul sistema finanziario. La seconda ha portato invece a un parziale rifiuto del modello keynesiano, a una visione più benevola delle fluttuazioni economiche e delle proprietà autostabilizzanti dell'economia, all'attenzione verso semplici regole di politica economica e a un atteggiamento meno rigido nei confronti del sistema finanziario. La questione, allora, è quali sviluppi dovrebbe avere e avrà la crisi da cui siamo appena riaffiorati.

Nella seconda sezione ci concentriamo su quelle che consideriamo i tre insegnamenti principali degli ultimi dieci anni. Il primo insegnamento, non sorprendentemente, riguarda il ruolo cruciale del settore finanziario e i costi delle crisi finanziarie. Il secondo è la natura complessa delle fluttuazioni, dal ruolo delle non linearità nel condurre lungo sentieri potenzialmente esplosivi o implosivi, ai limiti della politica economica, fino agli effetti persistenti degli shock. Il terzo insegnamento è che siamo, e potremmo essere anche nel prevedibile futuro, in un contesto di bassi tassi di interesse nominali e reali, ossia in un ambiente che interagisce con gli elementi tratti dalle prime due lezioni e che impone un ripensamento non solo della politica monetaria ma anche delle politiche fiscali e finanziarie. Ci concentriamo poi sulle implicazioni comuni di questi cambiamenti per le politiche monetarie, fiscali e finanziarie.

Nella terza sezione esaminiamo le implicazioni per la politica monetaria. In un contesto di bassi tassi neutrali e di rischi percepiti più elevati, riteniamo che la principale sfida che la politica monetaria si trova ad affrontare è la trappola della liquidità, sia ex ante che ex post. L'obiettivo d'inflazione dovrebbe quindi essere aumentato? Le banche centrali dovrebbero adottare un obiettivo in termini di livello dei prezzi o di PIL nominale? Il campo dei tassi di interesse nominali negativi può essere ampliato? Riteniamo che la questione debba essere

---

<sup>1</sup> Qui inoltre limitiamo la nostra attenzione ai temi della stabilizzazione, rinviando il lettore ai contributi alla suddetta conferenza riguardo in particolare ai temi dell'economia aperta (Gopinath, 2019) e del rapporto tra politica macroeconomica e disuguaglianza (Furman, 2019).

affrontata immediatamente anche nei paesi in cui al momento il vincolo non sia stringente. Nella stessa sezione ci occupiamo anche di altre due questioni. In primo luogo, esaminiamo se e come la politica monetaria dovrebbe occuparsi della stabilità finanziaria, concludendo che può essere di scarso aiuto e che il tema della stabilità finanziaria dovrebbe essere lasciato alle politiche in campo finanziario, per quanto imperfette possano essere. In secondo luogo, consideriamo come le banche centrali dovrebbero affrontare l'espansione dei loro bilanci che è conseguita alla crisi; concludiamo che non vi sono motivi convincenti per cui le banche centrali dovrebbero mantenere bilanci così ampi: nella misura in cui vi siano ragioni per incidere sugli spread, meglio agire tramite la politica fiscale e del debito.

Nella quarta sezione ci concentriamo sulle implicazioni per la politica fiscale. In un contesto di limiti alla politica monetaria e di tassi di interesse neutrali situati al di sotto dei tassi di crescita, noi riteniamo che la politica fiscale dovrebbe svolgere un ruolo molto più attivo ai fini della stabilizzazione. Gli stabilizzatori automatici dovrebbero essere migliorati e la possibilità di una risposta discrezionale a shock avversi andrebbe rivalutata. Inoltre, in un contesto in cui è probabile che il tasso di interesse rimanga al di sotto del tasso di crescita per un certo tempo a venire, occorre rivedere le consuete discussioni sulla sostenibilità del debito. Come minimo, il consolidamento del debito dovrebbe avvenire più lentamente e vi sarebbero anche validi motivi per aumentare gli investimenti pubblici finanziati con debito.

Nella quinta sezione analizziamo le politiche finanziarie, dalla regolamentazione finanziaria alle politiche macro e micro prudenziali. Sebbene molte misure siano già state adottate, l'incertezza rimane sul modo migliore per affrontare i rischi finanziari, sia ex ante che ex post. Ci occupiamo in tal senso di due questioni. La prima è se strumenti semplici, come i coefficienti patrimoniali e gli stress test, possano essere utilizzati per svolgere la maggior parte del compito. Le evidenze al riguardo ci rendono scettici. La seconda questione è quale possa essere la giusta combinazione di regolamentazione finanziaria e politica macroprudenziale: su questo concludiamo che potrebbe essere meglio affidarsi in primo luogo alla regolamentazione. Ad esempio, potrebbe essere meglio avere coefficienti patrimoniali più elevati e costanti piuttosto che più bassi ma variabili.

Nella sesta sezione riportiamo le nostre conclusioni. Dieci anni fa pochi avrebbero previsto gli eventi che poi si sono verificati: dalle fughe di capitali dalle più grandi istituzioni finanziarie mondiali, ai tassi d'interesse a livelli di trappola della liquidità per quasi un decennio, all'inflazione tuttora al di sotto del suo livello obiettivo, agli output gap ancora ampi e negativi in molte economie avanzate. Osserviamo che sussiste la tentazione di tornare alle prassi antecedenti alla crisi, come il ritorno a obiettivi di inflazione e a regole simili a quella di Taylor, senza alcun utilizzo della politica fiscale a fini di stabilizzazione e con una forte opposizione verso la regolamentazione finanziaria e le misure macroprudenziali. A tale tentazione bisognerebbe resistere. In quello che oggi sappiamo essere un mondo in cui instabilità finanziaria, limiti inferiori per i tassi d'interesse ed effetti persistenti delle recessioni sono minacce sempre presenti, forti politiche di stabilizzazione sono fondamentali. Come minimo, la politica monetaria deve ristabilire il suo margine di manovra. La politica di bilancio deve essere reintrodotta come principale strumento di stabilizzazione. E le politiche finanziarie devono continuare ad essere adattate e rafforzate. Possiamo definire tutto ciò una "evoluzione". Se però i tassi neutrali rimanessero estremamente bassi e addirittura negativi, o se la regolamentazione finanziaria risultasse insufficiente, potrebbero diventare necessari cambiamenti più drastici, dal ricorso ai deficit di bilancio a politiche attive per promuovere la spesa privata, a tassi d'inflazione più elevati per ottenere tassi reali più bassi, a vincoli molto

più rigorosi per il settore finanziario. Tutto questo possiamo chiamarlo “rivoluzione”. Il tempo ci dirà quale orientamento tenderà a prevalere.

### 1. La crisi e i cambiamenti della politica macroeconomica del passato

A seguito della Grande Depressione, i macroeconomisti – almeno nel mondo anglo-americano – convennero su un insieme comune di idee ispirate dalla teoria generale di Keynes. Piuttosto che essere considerati inevitabili, naturali e per lo più non problematici, come se fossero fluttuazioni stagionali, i cicli economici e in particolare le recessioni furono considerati delle manifestazioni altamente problematiche di una carenza di domanda aggregata. Il mantenimento di una domanda adeguata attraverso gli strumenti della politica fiscale e monetaria divenne la preoccupazione principale della politica macroeconomica. Inoltre, alla luce della crisi finanziaria che diede origine alla Grande Depressione, i governi agirono con mano pesante nella gestione del sistema finanziario, regolando i tassi sulle passività bancarie, regolando la composizione delle attività bancarie, e in alcuni casi limitando la concorrenza tra intermediari finanziari.

L’ottima performance dell’economia americana e britannica durante la seconda guerra mondiale fu vista come una dimostrazione del potere della politica fiscale. I successivi buoni risultati delle economie avanzate suscitarono grande fiducia nella politica di stabilizzazione. Uno di noi ricorda quando da ragazzino, negli anni ‘60, gli fu raccontato di come la pubblicazione del Dipartimento del Commercio americano intitolata “Business Cycle Digest” fosse stata rinominata “Business Conditions Digest” per preservare le iniziali BCD ma tenendo conto del fatto che i cicli economici non erano più inevitabili. La fiducia nelle misure di policy si basava sulla convinzione che una profonda comprensione del sistema economico, espressa attraverso grandi modelli econometrici, fosse stata raggiunta. Di sicuro c’era la preoccupazione che un aumento dell’attività economica avrebbe portato a un aumento dell’inflazione, come prescritto dalla curva di Phillips. Ma l’idea era che policy-maker prudenti avrebbero saputo scegliere un punto ottimale sulla curva in grado di bilanciare i costi di una maggiore inflazione con i benefici di una più alta produzione e una minore disoccupazione.

Una combinazione tra sviluppi intellettuali ed eventi reali condusse a una drastica riconcettualizzazione della macroeconomia tra la fine degli anni sessanta e i primi anni ottanta. Phelps (1968) e Friedman (1968) sottolinearono che, sul piano teorico, non vi è motivo di attendersi uno stabile trade-off tra inflazione e disoccupazione come postulato dalla semplice curva di Phillips. Allo stesso tempo, a partire dalla fine degli anni ‘70 e in evidente contrasto con la visione keynesiana, la stagflazione emerse come principale problema in tutte le economie avanzate a seguito di un incremento all’unisono di inflazione e disoccupazione.

Il risultato fu ancora una volta un drastico cambiamento nel pensiero macroeconomico. Dalla metà degli anni ‘80 l’opinione del *mainstream* fu che non vi fosse alcun trade-off di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione. Le fluttuazioni della produzione associate a variazioni della domanda nominale erano considerate un’illusione nella versione degli economisti “*freshwater*”, oppure una conseguenza temporanea della viscosità dei salari e dei prezzi nella versione dei “*saltwater*”. La politica di gestione della domanda poteva aspirare a contenere l’inflazione e a ridurre la volatilità delle fluttuazioni economiche, ma non ad aumentare nel tempo il livello medio dell’output. Si riteneva che la riduzione del potere discrezionale nella politica monetaria attraverso una combinazione di isolamento politico delle banche centrali e

una esplicitazione di obiettivi e regole di politica monetaria avrebbe contribuito a migliorare i risultati economici attraverso minore inflazione, nessun calo di produzione nel tempo e attenuazione delle fluttuazioni economiche. Parallelamente, la regolamentazione finanziaria fu allentata e le restrizioni imposte alle banche commerciali furono gradualmente eliminate.<sup>2</sup>

A seguito di questo mutamento di visione, a tutte le principali banche centrali fu garantita una sostanziale indipendenza e furono stabiliti obiettivi di inflazione come guida fondamentale per la politica monetaria. Divenne senso comune l'idea che fosse sufficiente adoperare un solo strumento di stabilizzazione e l'interesse per la politica di bilancio si ridusse notevolmente. Eventi come il Deficit Reduction Program del 1993 negli Stati Uniti, in cui la riduzione del disavanzo condusse a tassi di interesse più bassi a tutte le scadenze e ad un aumento della crescita, incoraggiarono l'idea che le decisioni di politica fiscale dovessero essere prese in un'ottica di lungo periodo, dedicando poca attenzione ai problemi relativi alla gestione della domanda.

Il periodo che va dalla metà degli anni '80 alla metà degli anni 2000 vide una costante diminuzione della varianza di inflazione, disoccupazione e produzione. Battezzato come "Grande moderazione", esso fu considerato come una prova del successo del nuovo approccio di policy, e in particolare del nuovo approccio alla politica monetaria. A dire il vero, in questo periodo si verificarono vari eventi traumatici sui mercati finanziari, in particolare il crollo dei mercati azionari del 1987, lo scoppio della bolla giapponese all'inizio degli anni '90, le crisi in America Latina e in Asia negli anni '90 e lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000. Tuttavia, questi eventi furono considerati come una serie di epifenomeni che potevano essere affrontati con interventi ad hoc e che, ad eccezione dello scoppio della bolla giapponese, non avevano provocato grandi cambiamenti nella performance macroeconomica delle economie avanzate. Persino lo stesso "decennio perduto" del Giappone fu interpretato come l'esito di una successione di errori politici piuttosto che come una sfida al paradigma dominante.

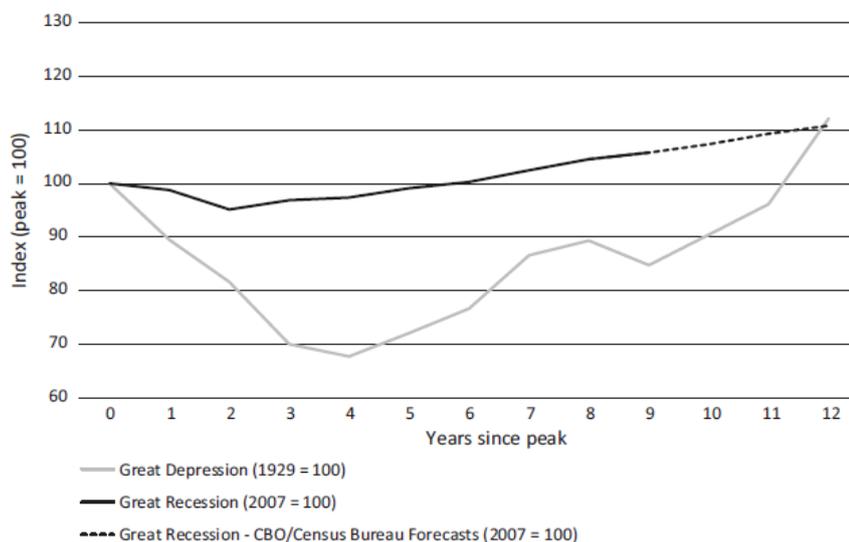
In effetti, la fiducia nel fatto che il ciclo economico era stato domato e che le banche centrali avevano imparato che dovevano rispondere rapidamente alle crisi finanziarie all'unisono, indussero l'allora governatore della Fed, Ben Bernanke (2002), a scusarsi a nome della Fed per la Grande Depressione e a chiarire che un tale evento non avrebbe potuto più ripetersi, grazie alla consapevolezza ormai acquisita in materia. Mentre l'azione aggressiva di Bernanke nel 2008 ha reso profetica la sua precedente dichiarazione, in quanto il riverificarsi della Grande depressione è stato effettivamente evitato, sembra corretto ritenere che i suoi ascoltatori nel 2003 non si aspettassero che qualcosa come la Grande crisi finanziaria potesse materializzarsi. Ad ogni modo, così come la fiducia nel paradigma e nell'approccio di policy allora vigente fu seguita dal disastro degli anni '70, la stessa cosa è accaduta di nuovo con la Grande crisi finanziaria. Come illustra la figura 1, verosimilmente nei dodici anni successivi al 2007 la produzione per persona in età lavorativa negli Stati Uniti non è aumentata più di quanto aumentò nei dodici anni successivi al 1929.<sup>3</sup> Il risultato è stato ancora peggiore in altre parti del mondo avanzato.

---

<sup>2</sup> Questo paragrafo non rende giustizia dei fattori alla base del cambiamento politico. Molte forze erano all'opera. Il fallimento dell'approccio keynesiano era più apparente che reale, più a causa della mancata previsione degli shock di offerta, un fallimento al quale si sarebbe poi effettivamente posto rimedio ex post. Questo apparente fallimento fu tuttavia utilizzato per promuovere un approccio alternativo alla macroeconomia, più strettamente basato su fondamenti microeconomici, maggiore fiducia nel mercato e minor fiducia nella politica attiva.

<sup>3</sup> Ciò riflette in parte la fortissima crescita del 1940 e del 1941, dovuta alla mobilitazione per la guerra.

Figura 1 – *Andamento del PIL reale in rapporto al numero di persone tra i 18 e i 64 anni negli USA: confronto tra la Grande recessione e la Grande depressione*



Fonte: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*.

Che si tratti di politiche monetarie, fiscali o finanziarie, molte misure sono state adottate nel pieno della crisi. A dieci anni dal suo inizio, però, non è chiaro se questi provvedimenti straordinari saranno visti come risposte ad hoc alla crisi oppure invece porteranno a un ripensamento della macroeconomia e della politica macroeconomica simile a quello che abbiamo visto negli anni trenta o negli anni settanta. In questo secondo caso, in quali direzioni dovrebbe evolvere la politica macroeconomica? È questo il tema che intendiamo esplorare nei prossimi paragrafi.

## 2. Tre lezioni principali

Intendiamo qui soffermarci su quelle che consideriamo le tre lezioni principali dell'ultimo decennio: vale a dire la centralità della finanza, la natura più complessa e problematica delle fluttuazioni e le implicazioni di un tasso di interesse neutrale molto basso.

### La centralità della finanza

Hyman Minsky (1992) aveva messo in guardia per decenni sulle conseguenze degli accumuli di rischio finanziario. Il National Bureau of Economic Research (Hubbard, 1991) e altri avevano tenuto conferenze sul rischio di crisi finanziaria. Le crisi finanziarie erano endemiche nei paesi emergenti. Nei paesi avanzati, la cattiva performance del Giappone dopo lo scoppio della bolla erano sotto gli occhi di tutti. Tuttavia, i paradigmi macroeconomici prevalenti ignoravano ampiamente la possibilità che le dinamiche finanziarie orientassero la performance economica. Né l'euforia finanziaria come fonte di boom né la crisi finanziaria come causa delle depressioni hanno avuto un ruolo di primo piano nella visione

macroeconomica degli accademici e dei policy-maker. Nei modelli macroeconomici, il ruolo del sistema finanziario è stato spesso ridotto alla determinazione di una curva dei rendimenti e dei prezzi azionari, basata principalmente su ipotesi inerenti alle aspettative. La crisi recente ha ovviamente cambiato questo scenario, ispirando una grandissima quantità di ricerche sul comportamento del sistema finanziario.<sup>4</sup> Ma molte domande rimangono senza risposta, e non esiste ancora un modello canonico di crisi finanziaria. Riportiamo qui di seguito due esempi di cruciali questioni di policy che rimangono irrisolte.

In primo luogo, assodato che le esplosioni del prezzo dei titoli o del credito e la loro interazione con un'eccessiva leva finanziaria sono cruciali per comprendere le crisi finanziarie, qual è l'importanza relativa dei diversi meccanismi? Un meccanismo è che gli intermediari finanziari perdono capitale e reagiscono tagliando i prestiti, soffocando così l'attività economica. Questo aspetto domina i resoconti della crisi del 2008 di Paulson (2010), Geithner (2014) e Bernanke (2015). Un altro è che invece l'eccessivo indebitamento, unito al calo dei valori patrimoniali, porta i consumatori e le imprese a ridurre i consumi e gli investimenti, un meccanismo sottolineato da Koo (2011) e Mian e Sufi (2014). Quale canale domini è una questione centrale per la policy. Se il secondo canale è il più importante, le misure che cancellano i debiti esistenti sono cruciali per la risoluzione di una crisi finanziaria. Questa è la posizione di chi, come Geanakoplos (2010), ritiene che la mancata cancellazione del debito ipotecario su larga scala sia stato un grave errore nell'ambito dei modi in cui gli Stati Uniti hanno affrontato la crisi finanziaria. Se, d'altro canto, la questione chiave è l'indebolimento degli intermediari, allora tali riduzioni del debito possono essere altamente controproducenti, poiché riducono in modo sostanziale il capitale degli intermediari rispetto ai requisiti e li inducono a ridimensionare i prestiti. Infatti, per un istituto che nella erogazione di prestiti è vincolato a un requisito di capitale dell'8 per cento, ogni dollaro di perdite imposte di capitale può ridurre i prestiti fino a 12 dollari. Può darsi che entrambi gli aspetti siano cruciali ma in diverse fasi della crisi: affrontare il primo può essere essenziale per evitare che l'economia vada in caduta libera, mentre la riduzione degli eccessi di indebitamento può essere cruciale in un secondo momento al fine di rendere possibile una rapida ripresa. Su quale aspetto intervenire e quando farlo rimangono temi ancora aperti.<sup>5</sup>

Il secondo esempio di questione cruciale irrisolta è l'annosa questione del ruolo della solvibilità e della liquidità tra i fattori di precipitazione della crisi. Negli Stati Uniti, i bilanci ufficiali suggeriscono che le difficoltà delle principali istituzioni hanno riguardato soprattutto problemi di liquidità piuttosto che di solvibilità: una tesi supportata dagli stress test dell'aprile 2009 secondo cui le principali istituzioni finanziarie necessitavano di pochissimo capitale e dall'osservazione che la stragrande maggioranza dei fondi TARP (*Troubled Assets Relief Program*) sono stati rimborsati abbastanza rapidamente. Al contrario, critici come Bulow e Klemperer (2013) hanno invece notato che già nell'estate del 2008 vi erano motivi sostanziali per dubitare della solvibilità di alcune delle maggiori banche e sottolineano che gli stress test rappresentavano una sorta di garanzia implicita di responsabilità civile per le banche, come se il governo fornisse capitale senza addebitarlo. In quest'ottica, il successo del

---

<sup>4</sup> Chiunque metta in discussione la capacità della professione economica di rispondere agli eventi dovrebbe guardare, ad esempio, alla lunga lista dei *working papers* del NBER dedicati al sistema finanziario e pubblicati dal 2008.

<sup>5</sup> Un altro modo di porre la domanda è chiedersi dove il debito dovrebbe essere riallocato durante e dopo la crisi per consentire una ripresa più forte: sui mutuatari, sui finanziatori o sullo Stato? Un lavoro di Ganong e Noel (2017) suggerisce che l'alleggerimento del servizio del debito potrebbe essere più efficiente in termini di costi rispetto alla cancellazione totale del debito.

programma TARP potrebbe essere stato accidentale, frutto di una scommessa di rilancio che si è rivelata giusta. Mentre il celebrato articolo di Diamond and Dybvig (1983) sulle corse agli sportelli fornisce un quadro di riferimento per pensare alle crisi di liquidità, rimane tuttora aperta la questione di come gestire istituzioni che sono improvvisamente ritenute in difficoltà nel mezzo di una crisi generalizzata.

In breve, la nostra comprensione del sistema finanziario è migliorata, ma rimane limitata. Se a ciò si aggiunge che il sistema finanziario è significativamente più complesso di quanto non fosse in passato, che è molto reattivo alla regolamentazione tramite efficaci strategie di arbitraggio normativo, la sfida che le politiche finanziarie devono affrontare appare considerevole. Ciò ha un'implicazione diretta: probabilmente le crisi finanziarie si verificheranno nuovamente.

### La natura delle fluttuazioni

Nel corso dei tre decenni precedenti la crisi, c'è stata un'ampia convergenza teorica su una visione delle fluttuazioni nelle economie avanzate basata su un "meccanismo di shock e propagazione". L'idea è che l'economia viene costantemente colpita da molti shock, alcuni riconducibili a elementi della domanda e altri a elementi dell'offerta, la maggior parte dei quali piccoli e ognuno con un proprio meccanismo di propagazione. Questi meccanismi di propagazione sono ritenuti in larga misura lineari, con l'economia che torna al proprio livello potenziale a seguito di ogni shock.

L'apparato tecnico della macroeconomia moderna era in gran parte basato su questa visione. In un mondo di shock e meccanismi lineari, si potrebbe pensare che le autoregressioni vettoriali (VAR) siano in grado di catturare la forma ridotta di queste dinamiche. I modelli stocastici dinamici di equilibrio generale (DSGE) potrebbero essere costruiti per adattarsi e interpretare la forma ridotta al fine di dare un'interpretazione strutturale più profonda delle dinamiche osservate.

Questa visione non solo è diventata il paradigma di base di gran parte della ricerca macroeconomica, ma ha plasmato il disegno della politica macroeconomica. In un mondo di fluttuazioni regolari, la politica ottimale assume la forma di regole stabili di retroazione. Negli anni precedenti la crisi, l'attenzione si era concentrata quasi esclusivamente sulla politica monetaria e gran parte del dibattito, piuttosto talmudico, riguardava la forma precisa della "regola del tasso d'interesse", ossia la migliore funzione di reazione del tasso d'interesse all'inflazione e all'output gap. La politica di bilancio come strumento di stabilizzazione veniva ignorata, anche se, in modo incoerente, i responsabili politici erano ancora felici di lasciare che gli stabilizzatori automatici esistenti funzionassero, per quanto accidentali e inadeguati. Inoltre le politiche macroprudenziali semplicemente non erano oggetto di discussioni generali.

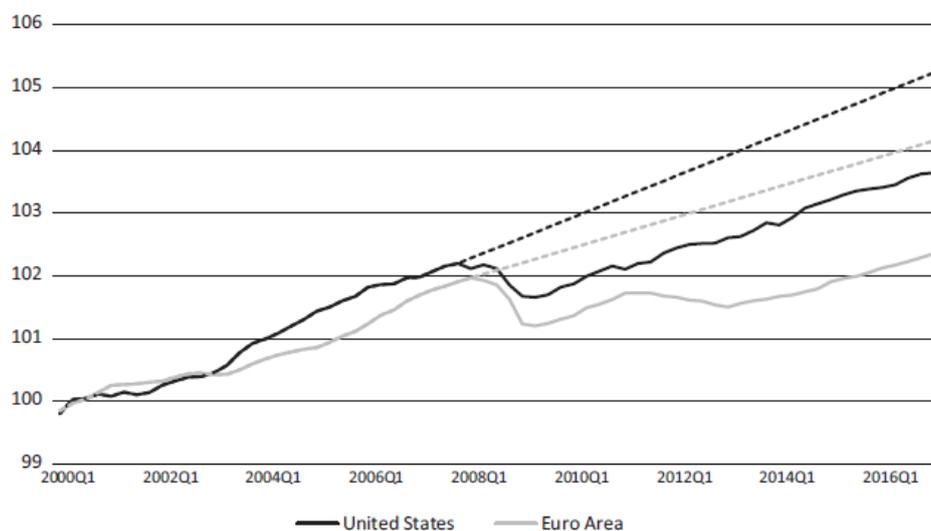
La crisi finanziaria non si conforma a questa concezione delle fluttuazioni, per vari motivi. In primo luogo, le crisi finanziarie sfidano il modo in cui dovremmo pensare agli shock. La nozione di shock casuali ha sempre sollevato questioni quasi metafisiche: presumibilmente dietro uno shock dei consumi o dei salari c'è una spiegazione più profonda, un altro shock sottostante che dovrebbe essere spiegato, e così via. Ma per un macroeconomista è ragionevole prendere alcuni movimenti inspiegabili come dati, chiamarli shock, e non cercare di spiegarli ulteriormente: Romer (2016) ha preso in giro tale approccio, definendo tali shock come "flogisti". Si può infatti pensare a shock delle componenti della domanda aggregata che influenzano l'output nel tempo, con effetti che si accumulano e poi scompaiono nel tempo. Ma

questo sembra decisamente inadatto alla descrizione delle crisi finanziarie. Tali crisi sembrano accumularsi lentamente, sotto forma di bolle dei prezzi delle attività o di boom del credito, fino a quando le percezioni cambiano, i prezzi crollano e il sistema finanziario risulta danneggiato. L'immagine rilevante è quella della tettonica a placche e dei terremoti piuttosto che di regolari shock casuali.

In secondo luogo, le crisi finanziarie sono caratterizzate da non linearità e retroazioni positive, per cui gli shock sono fortemente amplificati piuttosto che smorzati durante la loro propagazione. La quintessenza dell'esempio è la corsa agli sportelli, in cui un piccolo shock, o addirittura nessuno shock, inducono i creditori o i depositanti a ritirare i loro fondi, il che rende le loro paure auto-realizzanti. È qui che la precedente discussione sulla liquidità rispetto alla solvibilità è importante: la liquidità è intrinsecamente associata a molteplici equilibri, o almeno a grandi effetti generati da shock modesti.

In terzo luogo, le crisi finanziarie sono seguite da lunghi periodi di depressione e la Grande crisi finanziaria non ha fatto eccezione. Uno degli aspetti più drammatici della crisi è mostrato nella figura 2, che illustra l'evoluzione del logaritmo del PIL negli Stati Uniti e nell'UE dal 2000. In entrambi i casi la crisi ha portato ad un forte calo della produzione rispetto al trend pre-crisi (stimato nel periodo 2000-2008). In nessuno dei due casi la produzione sembra tornare alla vecchia tendenza. Questa bassa crescita è stata in gran parte una sorpresa. Ad esempio, le previsioni della Fed sul PIL sono state troppo ottimistiche in ognuno degli ultimi sei anni.

Figura 2 – Log del PIL reale e trend estrapolato, economie avanzate (indice 2000 = 100)



Fonte: Blanchard (2018).

Queste evoluzioni hanno determinato un rilancio del dibattito sull'isteresi, ossia sulla possibilità che shock temporanei abbiano effetti persistenti o addirittura permanenti sulla produzione potenziale. Di per sé, l'evidenza della figura 2 non è schiacciante: può darsi che

queste economie siano ancora lontane dal loro potenziale. I limiti stringenti alle politiche di sostegno della domanda aggregata possono aver fatto sì che la produzione sia ancora oggi al di sotto del potenziale. In effetti, questo è probabilmente il caso in gran parte dell'UE. Negli Stati Uniti, tuttavia, il basso tasso di disoccupazione suggerisce che la produzione è ormai prossima al potenziale e che quello a cui stiamo assistendo è effettivamente una produzione potenziale inferiore rispetto alla tendenza antecedente la crisi.

Potrebbe essere la coincidenza di due dinamiche indipendenti: da un lato il forte calo iniziale della produzione dovuto alla crisi e, dall'altro, un sottostante calo della crescita tendenziale della produttività e quindi una minore crescita tendenziale della produzione potenziale, in gran parte estranea alla crisi. Vi sono in effetti alcune evidenze che, almeno negli Stati Uniti, il declino della crescita della produttività misurata è iniziato prima della crisi, e quindi può essere dovuto in parte ad altri fattori (cfr. ad esempio, Fernald *et al.*, 2017). Secondo questa interpretazione, le dinamiche mostrate in figura 2 potrebbero riflettere un ritorno della produzione su un trend potenziale caratterizzato da una crescita più lenta.

In alternativa, si può ipotizzare che le crisi finanziarie siano come shock permanenti dell'offerta, che portano a una diminuzione duratura, se non addirittura permanente, della produzione potenziale rispetto al trend. Esse possono portare a un sistema di intermediazione finanziaria meno efficiente, che influenza il lato non solo della domanda ma anche dell'offerta. Negli Stati Uniti, tuttavia, i livelli del debito privato sono diminuiti e il sistema finanziario non sembra più compromesso. Oppure può darsi che una regolamentazione più severa porti il sistema finanziario a finanziare progetti a basso rischio (ma anche, conseguentemente, a basso rendimento) e quindi porti a una dinamica della produzione potenziale più bassa sebbene più stabile. Oppure ancora, infine, è possibile che le recessioni, soprattutto quelle più profonde, influenzino la produzione potenziale, ossia può verificarsi isteresi (Phelps, 1972; Blanchard e Summers, 1986) in termini di maggiore disoccupazione, minore partecipazione alla forza lavoro, o minore produttività (Blanchard, 2018). Ci sono evidenze che, negli Stati Uniti, l'elevata disoccupazione associata alla crisi finanziaria ha contribuito al declino della partecipazione alla forza lavoro.

Le implicazioni di policy dipendono da quale dei meccanismi sopra descritti viene considerato più rilevante. Il primo segnala la necessità di utilizzare in modo più aggressivo le politiche di domanda. Il secondo e il terzo indicano le difficoltà di valutazione della produzione potenziale. Il quarto, al quale abbiamo dato un certo peso, ha implicazioni più drammatiche, in quanto suggerisce che gli effetti degli shock avversi, e quindi il ruolo delle politiche attuate, può essere molto più ampio rispetto a quello svolto in un mondo in cui il prodotto potenziale non è influenzato dalle fluttuazioni cicliche.

Alcune delle questioni appena discusse sono specifiche delle crisi finanziarie ma altre invece si applicano a tutte le fluttuazioni. La crisi ha messo a fuoco una serie di non linearità del primo ordine, rilevanti in generale, tanto più nell'attuale contesto di bassa crescita, bassa inflazione e bassi tassi d'interesse. La più ovvia è il limite inferiore per i tassi di interesse nominali, che, quando viene raggiunto, porta l'economia ad avere risposte drammaticamente diverse agli shock e alle politiche. Un'altra non linearità, che è stata imposta in alcuni paesi dell'Europa meridionale, è il limite inferiore per le variazioni dei salari nominali, che non possono andare sotto zero. Come nel caso dei tassi di interesse nominali, anche questo limite non è assoluto e in effetti alcuni salari nominali sono diminuiti, tuttavia esso ha fortemente limitato il consueto processo di adeguamento dei salari e dei prezzi all'elevata disoccupazione. Un'altra non linearità è generata dall'interazione tra debito pubblico e sistema bancario, un

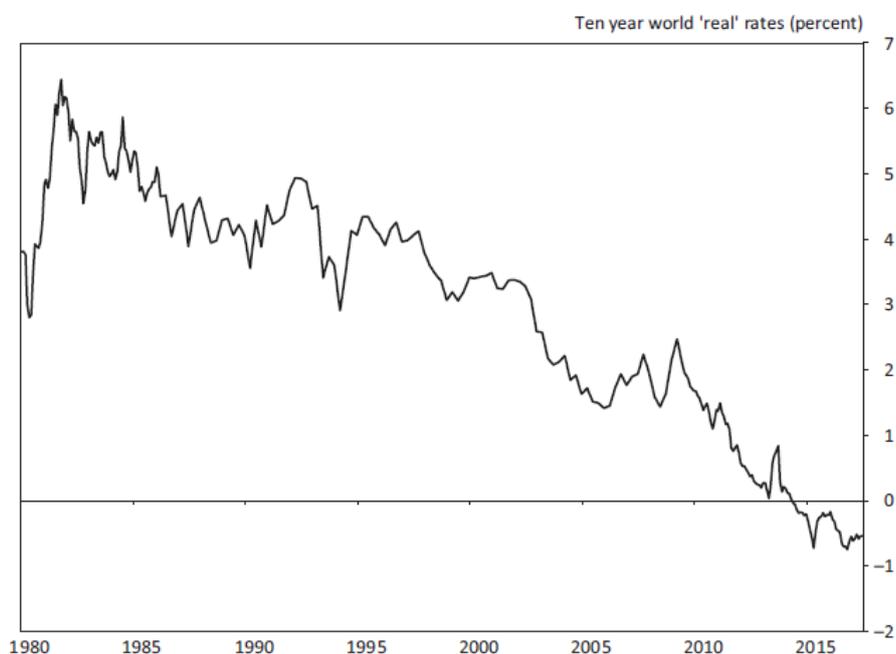
meccanismo noto come “*doom loops*”, il quale ha giocato un ruolo centrale all’inizio della crisi dell’euro: l’aumento del debito pubblico suscita preoccupazioni di una sua possibile ristrutturazione, il che implica una diminuzione del valore delle obbligazioni statali detenute dagli istituti finanziari, che a sua volta porta a una diminuzione del loro capitale, con conseguenti timori per il loro stato di salute di tali istituti e una conseguente aspettativa di salvataggio da parte dello Stato, col risultato di mettere a sua volta quest’ultimo in una situazione di difficoltà.

Contro la visione standard antecedente alla crisi, queste non linearità sono potenzialmente in grado di amplificare gli shock iniziali e di condurre l’economia su sentieri implosivi, determinando così nuove sfide per la politica economica.

### Bassi tassi d’interesse

I bassi tassi di interesse sono una delle principali caratteristiche dell’attuale contesto macroeconomico. La figura 3 mostra l’evoluzione del tasso reale decennale sulle obbligazioni indicizzate nei paesi del G-7, sulla base dell’aggiornamento di Rachel e Smith (2015). Essa mostra come il tasso reale abbia iniziato a diminuire molto prima della crisi, ma la crisi lo ha ulteriormente abbassato. Nel momento in cui scriviamo, si trova ancora in territorio negativo.<sup>6</sup> In riferimento a Hansen (1939), uno degli autori di questo scritto ha definito tale evoluzione “*stagnazione secolare*”.

Figura 3 – *Tasso di interesse reale sui titoli indicizzati decennali (paesi del G-7 tranne l’Italia)*



Fonte: Rachel e Smith (2015).

<sup>6</sup> Dopo la crisi, i tassi a lungo termine riflettono in parte gli effetti del QE, e quindi il premio a termine. Il tasso reale a breve mostra, tuttavia, la stessa evoluzione generale.

I fattori che sono alla base di questa costante diminuzione non sono ben identificati. I tipi di spiegazioni sono due. La prima è che il tasso di rendimento del capitale è diminuito, portando ad una diminuzione di tutti i tassi, su titoli rischiosi o sicuri. La seconda è che il premio per il rischio è aumentato, portando a un tasso privo di rischio più basso per ogni determinato tasso di rendimento del capitale.

Seguendo la prima spiegazione, si cercano fattori che hanno aumentato il risparmio o diminuito gli investimenti. Dato l'elevato grado di integrazione finanziaria e la diminuzione dei tassi d'interesse nei vari paesi, si devono cercare fattori di rilevanza potenzialmente globale. La ricerca ha identificato un gran numero di possibili colpevoli, dall'"eccesso di risparmio globale" sottolineato da Bernanke (2005), all'interazione tra imposte e inflazione, alla diminuzione del prezzo relativo dei beni capitali, all'impatto della minore crescita sugli investimenti, all'aumento della disuguaglianza e delle quote di profitto come cause dell'aumento del risparmio, alla demografia (vedi Rachel e Smith, 2015). Stando alla seconda spiegazione, si cercano fattori che hanno accresciuto la domanda o ridotto l'offerta di titoli sicuri. La ricerca in materia ha individuato una serie di potenziali colpevoli, dall'accumulo di riserve sotto forma di attività sicure da parte delle banche centrali dei mercati emergenti, alla regolamentazione finanziaria e ai maggiori requisiti di liquidità per le banche, alla diminuzione dell'insieme di attività percepite come sicure prima della crisi, alla percezione di un rischio maggiore a causa della crisi finanziaria stessa (vedi, ad esempio, Caballero *et al.*, 2017).

L'abbondanza di fattori potenziali, senza un chiaro senso della loro importanza relativa, rende difficile prevedere cosa accadrà ai tassi privi di rischio. Ad esempio, il forte calo del surplus delle partite correnti della Cina e, ancor più, dei paesi produttori di petrolio, potrebbe portare a tassi più elevati. Oppure, man mano che il ricordo della crisi svanisce, il premio azionario può diminuire, come ha fatto dopo la Grande Depressione, portando ad un aumento dei tassi di equilibrio privi di rischio. I prezzi di mercato indicano, tuttavia, che gli investitori si aspettano che tassi reali bassi prevarranno per molto tempo a venire. Nel momento in cui questo articolo viene scritto, i rendimenti delle obbligazioni decennali indicizzate sono dello 0,4 per cento negli Stati Uniti, -1,1 per cento in Germania e -0,4 per cento in Giappone.

I bassi tassi di interesse, in particolare i tassi di interesse inferiori ai tassi di crescita, hanno implicazioni essenziali non solo per la politica monetaria, ma anche per le politiche fiscali e finanziarie. Finora l'attenzione si è concentrata principalmente sulle implicazioni per la politica monetaria del raggiungimento del limite inferiore dei tassi. Sebbene le banche centrali hanno esplorato e utilizzato altri strumenti, non c'è dubbio che il limite inferiore vincolante sui tassi di interesse nominali a breve termine – zero o leggermente negativo – abbia limitato l'impatto della politica monetaria nel sostenere la domanda durante la ripresa.

In effetti, ciò ha risollevato la vecchia ma fondamentale questione intorno alla capacità o meno delle economie di mercato di ritornare naturalmente al potenziale (come abbiamo visto in precedenza, un potenziale che potrebbe a sua volta muoversi, ma questa è un'altra questione). Una delle prime discussioni formali in tema venne elaborata da Patinkin (1948): in risposta a un basso livello dell'output, il livello dei prezzi dovrebbe diminuire, portando a un aumento del valore reale della moneta e quindi a un aumento della domanda. L'argomentazione standard, come si evince dal modello da manuale di domanda aggregata e offerta aggregata, è la seguente: una produzione più bassa porterebbe ad un livello dei prezzi più basso, che porterebbe ad un maggiore stock di moneta reale, che a sua volta porterebbe ad un tasso di interesse più basso, il che, infine, farebbe aumentare la domanda e la produzione aggregata. Questo non è mai stato considerato un meccanismo di stabilizzazione molto

convincente, specialmente in un mondo in cui le banche centrali ignorano sempre più spesso l'offerta di moneta e si concentrano invece sul tasso di interesse. Quando le banche centrali adottarono obiettivi d'inflazione e regole sui tassi d'interesse, la stabilizzazione risultò non più automatica ma dipendente dall'applicazione di regole con retroazioni sufficientemente aggressive, dalla produzione e dall'inflazione al tasso di policy. Quando il limite inferiore sui tassi è vincolante e impedisce a questa regola di funzionare, viene messo in dubbio l'effettivo ritorno dell'economia al potenziale dopo uno shock negativo. Anche se quel limite non è vincolante, la sola probabilità che possa diventarlo solleva lo stesso problema di fondo. L'osservazione che l'inflazione a dieci anni dedotta dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate è pari all'1,8 per cento negli Stati Uniti, all'1,2 per cento in Germania e allo 0,5 per cento in Giappone – tutti al di sotto degli obiettivi di inflazione – suggerisce che gli investitori non sono convinti della capacità futura delle banche centrali di ricondurre e mantenere le economie al livello potenziale.

I limiti della politica monetaria implicano, a parità di altre condizioni, un ruolo maggiore per le altre politiche, in particolare la politica fiscale. I bassi tassi d'interesse sollevano molte questioni intorno alla concezione della politica fiscale in un tale contesto. Se il tasso di interesse è inferiore al tasso di crescita, potrebbe essere un segnale che l'economia è dinamicamente inefficiente, nel qual caso un debito pubblico più elevato non solo è di fatto sostenibile, ma anche auspicabile? Se l'economia è dinamicamente efficiente ma il tasso privo di rischio è inferiore al tasso di crescita, lo Stato può ancora emettere debito senza mai ripagarlo e, se può, dovrebbe farlo?

Infine, i bassi tassi d'interesse hanno implicazioni anche per la regolamentazione finanziaria e per la politica macroprudenziale, sebbene queste siano meno evidenti. La questione principale è il rapporto tra tassi d'interesse bassi e assunzione di rischi. È stato sostenuto che una miscela tra la tendenza umana a cercare alti rendimenti e l'esistenza di problemi di agenzia, porta a una maggiore assunzione di rischi quando i tassi di interesse sono bassi. Inoltre, gonfiando il valore degli attivi e riducendo i costi del servizio del debito, i tassi d'interesse bassi possono anche generare un'elevata leva finanziaria. Alcuni canali suggeriscono l'importanza dei bassi tassi reali, altri l'importanza dei bassi tassi nominali, come il vincolo "*break the buck*" percepito come vincolante dai fondi del mercato monetario. In tutti i casi, la regolamentazione finanziaria e la politica macroprudenziale hanno un ruolo importante da svolgere.

Dopo aver descritto il quadro generale, possiamo ora passare alle implicazioni per le politiche monetarie, fiscali e finanziarie.

### 3. Politica monetaria

La crisi ha costretto le banche centrali a cambiare drasticamente le modalità di conduzione della politica monetaria. La maggior parte dei cambiamenti e dei nuovi strumenti sono stati introdotti nel pieno della crisi. La domanda è, guardando al futuro, quanti di questi strumenti dovrebbero rimanere e come dovrebbe essere ricostruita la politica monetaria? Ci concentriamo su tre questioni: come affrontare il limite inferiore dei tassi di interesse, se e come la politica monetaria dovrebbe affrontare i problemi di stabilità finanziaria e se le banche centrali dovrebbero tornare a bilanci più piccoli.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Cfr. Ben Bernanke sulla politica monetaria (2019).

Negli ultimi cinquant'anni gli Stati Uniti hanno vissuto sei episodi di recessione. La risposta dei policy-maker è consistita in riduzioni medie dei tassi d'interesse di riferimento di cinque punti percentuali, tra gli estremi di 2,1 e 10,5 punti percentuali. Dal momento che la Fed ritiene che il tasso normale di lungo periodo sui fondi federali è solo del 2,75 per cento e che i mercati non si aspettano che i tassi salgano oltre questo livello per un decennio o più, è chiaro che ci sarà meno spazio che in passato per la riduzione dei tassi di interesse in risposta alle future recessioni. Ciò aumenta il rischio che in futuro le recessioni saranno più gravi e – se tale rischio dovesse essere incorporato nelle aspettative – che gli investimenti si ridurranno anche in anticipo rispetto alle recessioni.

Cosa si può fare per mitigare questo rischio? Come abbiamo appreso, e come ha recentemente sottolineato Yellen (2016), anche quando i tassi di interesse sono al loro limite inferiore, le banche centrali hanno a disposizione altri strumenti. Questi includono le varie forme di *quantitative easing* (QE), di *“forward guidance”*, nonché strategie più ambiziose per impegnarsi su obiettivi d'inflazione più elevati quando sia stata ripristinata la piena occupazione. Noi siamo scettici intorno alla possibilità che tali strumenti possano risultare sufficienti. Se una recessione dovesse iniziare negli Stati Uniti, in Europa o in Giappone, ci attenderemmo una caduta dei tassi a lungo termine a livelli molto bassi, senza nessuna possibilità di aiuto da parte del *“forward guidance”* o del QE. Questo lascerebbe poco spazio alle politiche di QE per diminuire ulteriormente i tassi.

Una soluzione naturale, come sostenuto da Rogoff (2017), sarebbe quella di eliminare il contante in modo da eliminare anche il limite inferiore effettivo del tasso d'interesse. Se le persone avessero accesso solo ai depositi elettronici a vista, tali depositi potrebbero pagare tassi nominali negativi senza il rischio che le persone si spostino sui contanti. Da un punto di vista concettuale questa è la soluzione più attraente. Come altre soluzioni discusse di seguito, essa tuttavia presenta possibili lacune: nella misura in cui le banche sono riluttanti a trasferirli sui depositanti, i tassi negativi possono ridurre i profitti bancari e i prestiti. Per tassi negativi sufficientemente elevati, l'effetto della riduzione dei prestiti può risultare prevalente e portare quindi a una riduzione piuttosto che a un aumento della domanda (Brunnermeier e Koby, 2017).<sup>8</sup> Inoltre, sebbene molte economie stiano ricorrendo sempre più alla moneta elettronica al posto del contante, ci vorrà del tempo prima che questo non sia più un'alternativa empiricamente rilevante. Nella misura in cui rimane un limite inferiore effettivo e i tassi nominali non possono essere troppo negativi, è necessario trovare altre soluzioni.

Una soluzione alternativa consiste nel generare aspettative di inflazione più elevate quando necessario, vale a dire quando i tassi di policy hanno raggiunto il limite inferiore effettivo. Gli obiettivi di fissazione del livello dei prezzi, se credibili, possono ottenere questo risultato. Se l'economia è in recessione e l'inflazione è bassa, l'impegno a ritornare sul sentiero dei prezzi obiettivo implica l'impegno della banca centrale a generare un'inflazione più elevata in seguito. L'obiettivo del livello dei prezzi, tuttavia, presenta una grave lacuna. È simmetrico: se l'economia opera al potenziale ma l'inflazione è stata troppo elevata nel recente passato, la banca centrale deve essere disposta a ritornare al livello dei prezzi obiettivo, e quindi deve essere disposta a inasprire la politica monetaria e a rischiare una recessione senza una ragione valida al di là del mantenimento dell'impegno assunto. Ciò può risultare politicamente difficile e, di conseguenza, non del tutto credibile. Sono allora state suggerite altre soluzioni, come ad esempio la proposta di Bernanke (2019) secondo cui, quando è vincolata dal limite inferiore

---

<sup>8</sup> Brunnermeier e Koby (2017) definiscono “tasso d'inversione” quello al quale l'effetto sulla domanda cambia segno.

effettivo dei tassi, la banca centrale può impegnarsi ad annullare il calo dell'inflazione adottando obiettivi d'inflazione futura più alta. Un'altra opzione, suggerita in Summers (2018), sarebbe il passaggio a un obiettivo di PIL nominale calibrato per garantire in tempi normali tassi di interesse nominali in un range intorno al 4 per cento.

Tutte queste proposte si basano sulla credibilità degli impegni a conseguire un'inflazione più elevata in futuro e sulla capacità della banca centrale di spostare le aspettative di inflazione se e quando necessario. Le difficoltà del Giappone negli ultimi quattro anni nel riuscire a modificare le aspettative di inflazione verso l'obiettivo, nonostante il forte impegno sia dell'autorità fiscale che della banca centrale, rafforza i nostri dubbi sulla capacità di questi criteri di mutare le aspettative. Se tali impegni sono di fatto non credibili, allora diventa opportuno considerare aumenti permanenti dell'obiettivo d'inflazione, ad esempio, dal 2 al 4 per cento (Blanchard *et al.*, 2010). Ad ogni modo, quale che sia l'approccio scelto, riteniamo che l'esigenza di creare le capacità per rispondere efficacemente alle recessioni sia una questione critica per la politica monetaria del nostro tempo.

Passando al ruolo della politica monetaria rispetto alla stabilità finanziaria, è chiaro che la regolamentazione finanziaria e le politiche macroprudenziali dovrebbero costituire le prime linee di difesa. Non ci si può tuttavia aspettare che esse abbiano sempre pieno successo. La questione è quindi se la politica monetaria – vale a dire, l'uso del tasso di policy – debba esser considerata la seconda linea di difesa. Questa discussione è nota come *"leaning against cleaning"* (cioè, aumentare il tasso di interesse quando si verifica un boom del credito o una bolla dei titoli in alternativa all'adozione di misure opposte quando in seguito il credito e i titoli calano). Noi siamo scettici sulla possibilità che la politica monetaria, agendo preventivamente sul tasso di policy, sia in grado di svolgere un ruolo utile, per tre motivi.

In primo luogo – e ciò vale per la politica monetaria come per i cambiamenti delle politiche di regolamentazione – è nella natura delle bolle patrimoniali o dei boom del credito malsano esser difficilmente riconoscibili in tempo reale. La celebre dichiarazione di Alan Greenspan, sulla "esuberanza irrazionale" del mercato, risale al dicembre 1996, quando il Dow era a 6300. Alla luce degli eventi successivi, è abbastanza chiaro che in quel momento il mercato azionario non era sopravvalutato. Più in generale, Goetzmann (2015) ha mostrato che anche quando i mercati raddoppiano il loro valore in brevi archi di tempo, è più probabile che raddoppino nuovamente il valore piuttosto che crollare e dimezzarlo, un'osservazione che evidenzia la difficoltà di individuare le bolle se non si riescono a riconoscere i rialzi dei prezzi che di fatto riflettono i fondamentali. Allo stesso modo, i boom del credito malsano spesso si rivelano nocivi solo a posteriori.

In secondo luogo, i ritardi negli effetti della politica monetaria rendono ancora più difficile utilizzarla a fini di stabilizzazione. La politica monetaria agisce con un ritardo significativo. Un inasprimento della politica monetaria poco prima dello scoppio di una bolla potrebbe esacerbare la successiva contrazione. La capacità di utilizzare la politica monetaria per promuovere la stabilità finanziaria dipende quindi dalla capacità non solo di individuare le bolle, ma anche di essere sufficientemente sicuri di agire in risposta ad esse ben prima che esplodano di propria iniziativa.

In terzo luogo, il tasso di interesse è uno strumento scarsamente efficace ai fini della riduzione del rischio. Tassi di interesse più elevati possono rallentare la crescita del credito e ridurre l'assunzione di rischi. Allo stesso tempo, però, tassi più elevati peggiorano la posizione dei debitori esistenti, sia direttamente che a causa dei loro effetti avversi sulle attività, il che

accresce il rischio di fallimento dei debitori. Inoltre indeboliscono la posizione degli intermediari finanziari che hanno ottenuto credito a breve e prestato a lungo termine.

Per tutti questi motivi, sulla stessa linea di Svensson (2017) e contro le argomentazioni di Borio e Lowe (2002) e Kashyap, Gourio e Sim (2016), noi riteniamo che i tassi di interesse non dovrebbero essere utilizzati per contrastare le bolle dei titoli o i boom del credito. Pur con tutti i loro limiti, spetta alla regolamentazione finanziaria e alle politiche macroprudenziali la responsabilità ex ante della stabilità finanziaria.

Tuttavia, se una crisi dovesse materializzarsi, non vi sono dubbi sul fatto che le banche centrali dovrebbero fornire generosamente liquidità a fronte di buone garanzie collaterali, limitando così il costo del “*cleaning*”. Per ragioni che svilupperemo in seguito, quando discuteremo le politiche finanziarie, siamo scettici intorno al tema del rischio morale in questo contesto. L'accantonamento di liquidità non è la stessa cosa di un salvataggio, è improbabile che abbia forti effetti incentivanti e può fare la differenza tra recessione e depressione.

Consideriamo infine i bilanci: tra il 2007 e il 2016 le passività della Banca del Giappone sono passate dal 21 per cento all'89 per cento del PIL, quelle della Fed dal 6 per cento al 24 per cento e quelle della Banca Centrale Europea dal 16 per cento al 34 per cento. L'aumento delle passività ha assunto per lo più la forma di denaro fruttifero, ossia riserve detenute dalle banche presso la banca centrale. Le attività sono un misto di titoli di Stato e titoli privati, con una composizione che varia da una banca centrale all'altra. Guardando al futuro, nel momento in cui le banche centrali aumentano i tassi di interesse dovrebbero tenere bilanci così ampi o dovrebbero tornare più vicine ai livelli dei bilanci pre-crisi?

Occorre in primo luogo riconoscere che, nell'ambiente istituzionale oggi prevalente in tutte le principali economie, dove le banche centrali pagano gli interessi sulle riserve bancarie, la “moneta” è ora l'equivalente del debito pubblico a tasso variabile. Il meccanismo di trasmissione monetaria su cui insistevano Friedman e Tobin che si basava sull'esistenza di moneta a tasso di interesse zero, i cui cambiamenti quantitativi influenzavano tutti gli altri tassi di interesse e i prezzi, non è più una caratteristica delle economie moderne. Piuttosto, quella che noi oggi chiamiamo politica monetaria è oggi in realtà una politica dei tassi di interesse, dato che le banche centrali fissano direttamente i tassi di policy e i cambiamenti nella “moneta” rappresentano cambiamenti nella scadenza e forse nella struttura del debito che il mercato deve assorbire. In questo mondo, la dimensione dei bilanci delle banche centrali non è di per sé una misura della pressione inflazionistica, neanche a lungo termine.<sup>9</sup>

Come sottolineano Greenwood *et al.* (2014), qualsiasi giudizio sui bilanci delle banche centrali deve riflettere due considerazioni completamente diverse tra loro. La prima considerazione riguarda la valutazione della struttura ottimale delle scadenze del debito che l'aggregato consolidato delle autorità di policy – cioè Tesoro e banca centrale – mette a disposizione del pubblico. Una volta espresso questo giudizio, la seconda serie di considerazioni riguarda la divisione ottimale del lavoro tra il Tesoro e la banca centrale.

Forse la migliore argomentazione a favore dei grandi bilanci si concentra sul lato dei passivi ed è stata avanzata da Greenwood *et al.* (2016). Essi sottolineano che alcuni investitori hanno una preferenza per attività a brevissimo termine, molto liquide, e che il governo è in una posizione unica per offrire tali attività. Inoltre, la maggiore disponibilità pubblica di attività molto liquide riduce il rischio che il settore privato produca le proprie attività attraverso la cartolarizzazione, il “*tranching*” e altri mezzi, azioni che si sono rivelate pericolose e costose

<sup>9</sup> Per essere più espliciti, quando la moneta rende interessi, gli aggregati monetari diventano irrilevanti per la determinazione del livello dei prezzi, così come le misure di velocità di circolazione.

durante la crisi. Queste attività liquide possono anche essere fornite dal Tesoro, ad esempio sotto forma di debito a lungo termine a tasso variabile o, come avviene ora, dalla banca centrale sotto forma di riserve a pagamento di interessi. Si può sostenere che la banca centrale è in una posizione migliore per valutare le fluttuazioni della domanda di queste attività molto liquide, consentendo al Tesoro di concentrarsi su una gestione del debito più tradizionale. Se la banca centrale agisce in tal senso, tuttavia, dovrebbe consentire l'accesso non solo alle banche ma anche a quelle istituzioni che hanno più bisogno di tali attività liquide.

Una diversa linea di argomentazione suggerisce che i premi per il rischio associati alle obbligazioni a più lunga scadenza e agli strumenti del settore privato, comprese le azioni, sono eccessivi per ragioni legate ai vincoli del mercato dei capitali o a fattori comportamentali che influenzano gli investitori. In questo caso il settore pubblico può ridurre i costi di finanziamento prendendo a prestito attività a breve termine e detenendo attività a più lungo termine. Nel linguaggio dei trader, il settore pubblico può vantaggiosamente impegnarsi in operazioni di "*carry trade*" e persino riscuotere il premio per il rischio. O al minimo, può evitare di trovarsi dall'altra parte del *carry trade*. Anche se non sussistono tali distorsioni, i premi a termine decrescenti allentano il vincolo del limite inferiore: a parità di altre condizioni, se e quando il tasso nominale a breve termine raggiunge lo zero, i tassi di scadenza più lunghi saranno più bassi, favorendo così la domanda aggregata.

Ad ogni modo, per accorciare la struttura delle scadenze del debito pubblico che i sottoscrittori devono assorbire, noi vediamo poche argomentazioni a favore dell'approccio corrente negli Stati Uniti e nella maggior parte degli altri paesi, dove sia il Tesoro che la banca centrale agiscono in modo ampiamente indipendente per influenzare la struttura delle scadenze del debito e, come negli Stati Uniti durante il periodo QE, possono intervenire anche perseguendo scopi incrociati. Riteniamo che, per la maggior parte, le decisioni di gestione del debito dovrebbero essere prese dal Tesoro o attraverso azioni coordinate tra la banca centrale e il Tesoro. Questo lascia poco spazio ai bilanci delle grandi banche centrali nei momenti in cui il limite inferiore del tasso d'interesse non è vincolante. Nel complesso, riteniamo che vi siano deboli ragioni per il mantenimento di elevati bilanci in tempi normali.<sup>10</sup>

In breve, noi siamo scettici sulla possibilità che la politica monetaria vera e propria sia utilizzata per ridurre il rischio di una crisi finanziaria. Riteniamo inoltre che la banca centrale non abbia bisogno di mantenere ampi bilanci in tempi normali. La banca centrale può aumentare rapidamente il proprio bilancio se e quando necessario. Noi riteniamo che la priorità della politica monetaria consista nel riacquistare un margine di manovra sufficiente a combattere la prossima recessione, quale che sia la sua origine.

#### 4. Politica fiscale

Durante la crisi, per ragioni di necessità, la politica fiscale è stata riscoperta come strumento di stabilizzazione. Ma a fronte dei disavanzi, dei forti aumenti del debito e delle preoccupazioni per la sua sostenibilità, la politica di espansione fiscale ha di nuovo rapidamente ceduto il passo all'austerità fiscale e alla stabilizzazione del debito. Oggi, la

---

<sup>10</sup> Ciò solleva un'altra serie di questioni relative alla transizione ottimale dai bilanci attuali a quelli più piccoli e all'uso congiunto dell'aggiustamento dei tassi di interesse e dei bilanci lungo il tragitto. In generale, a causa della maggiore incertezza associata agli effetti delle variazioni di bilancio rispetto alle variazioni dei tassi di riferimento, finché la produzione non è al potenziale e l'inflazione è inferiore all'obiettivo, il tasso di interesse dovrebbe rimanere il principale strumento di aggiustamento. La questione non viene ulteriormente discussa in questa sede.

politica fiscale opera in un contesto piuttosto insolito. Da un lato, soprattutto a causa della crisi finanziaria, i livelli del debito rispetto al PIL sono elevati rispetto agli standard storici. Dall'altro, i tassi di interesse sul debito pubblico sono bassi, e in molti paesi si prevede che rimarranno inferiori ai tassi di crescita per un certo tempo a venire. Di conseguenza, i livelli del servizio del debito pubblico in rapporto al PIL sono bassi rispetto agli standard storici. Questa situazione solleva due questioni principali.<sup>11</sup>

La prima questione riguarda il modo in cui la politica fiscale può essere utilizzata come strumento di stabilizzazione. Considerato il modo in cui i governi hanno reagito nel breve periodo al calo della domanda nel 2008-2009, ci saremmo aspettati di assistere in campo sia accademico che politico a dei progressi sui compiti della politica discrezionale, ad esempio intorno all'opportunità di dotarsi di progetti di investimento pubblico "pronti per l'uso" o di elaborare nuovi stabilizzatori automatici. Sorprendentemente, per quel che ne sappiamo, c'è stato poco lavoro accademico (per un'eccezione, si veda McKay e Reis, 2016) e nessun progresso politico in materia. Il lavoro sull'uso della politica fiscale come strumento di stabilizzazione dovrebbe andare ben oltre i consueti stabilizzatori automatici. Un'altra lezione fornitaci dalla crisi e dal rinnovato interesse per la politica fiscale è la complessità dei "moltiplicatori", vale a dire gli effetti della politica fiscale sulla domanda e sulla produzione e la loro dipendenza dal tipo specifico di aggiustamento fiscale e dal contesto economico. Nonostante le numerose ricerche effettuate dopo la crisi, abbiamo ancora una scarsa comprensione, ad esempio, degli effetti dei tagli alla spesa rispetto agli aumenti delle tasse e delle implicazioni sul lato dell'offerta di politiche fiscali alternative.

La seconda questione riguarda il modo in cui la politica fiscale dovrebbe essere condotta in un contesto di debito iniziale elevato ma con tassi sui titoli di Stato bassi e inferiori ai tassi di crescita. Se il tasso d'interesse privo di rischio dovesse rimanere per sempre inferiore al tasso di crescita, ciò avrebbe implicazioni rilevanti. Il governo potrebbe emettere il debito, distribuire i proventi sotto forma di riduzione delle imposte o aumento della spesa e non aumentare mai le imposte o rimborsare il debito: il rapporto debito/PIL non esploderebbe, ma convergerebbe invece verso un valore finito, indipendentemente dall'entità del disavanzo. In futuro non ci sarebbe alcun onere fiscale associato al debito.

A causa della nostra limitata comprensione del ruolo relativo dei fattori che stanno dietro il basso tasso d'interesse privo di rischio, tuttavia, non si può essere sicuri che la disuguaglianza rispetto al tasso di crescita non si invertirà in futuro. In caso affermativo, se e quando ciò avverrà, il governo dovrebbe aumentare le tasse o diminuire la spesa per stabilizzare il debito. Dal punto di vista del governo, potrebbe ancora esserci spazio per una interessante scommessa sul debito (per usare l'espressione coniata da Ball, Elmendorf e Mankiw, 1998): minore è la probabilità che la disuguaglianza sia invertita, minore è l'onere fiscale previsto associato a qualsiasi emissione iniziale di debito. Inoltre, la preoccupazione che il tasso d'interesse privo di rischio possa alla fine superare il tasso di crescita è sostanzialmente attenuata se i governi possono effettivamente bloccare questo basso tasso per lungo tempo attraverso l'emissione di debito indicizzato a lungo termine. Il tasso di interesse reale sul debito indicizzato a trent'anni è oggi dello 0,9 per cento negli Stati Uniti ed è negativo in Germania, Giappone e Regno Unito, tassi che sembrano molto bassi rispetto anche alle visioni più pessimistiche sulla crescita a lungo termine.

---

<sup>11</sup> Per una discussione più ampia sulla politica fiscale, rinviamo ad Auerbach (2019).

Dal momento che i governi possono effettivamente emettere debito a costi minimi o nulli in termini di imposte future, ciò implica che dovrebbero farlo? Anche se il probabile onere fiscale di un debito più elevato è esiguo, è comunque vero che, almeno se l'economia funziona al potenziale, un debito più elevato porterà a una minore accumulazione di capitale e quindi a una minore produzione.<sup>12</sup> Ciò tuttavia porterà a un calo dei consumi e quindi a un minore benessere? Siamo stati abituati a pensare alla questione in termini di efficienza o inefficienza dinamica, e quindi a confrontare il tasso di rendimento del capitale con il tasso di crescita. Ciò che risulta evidente è che il tasso di rendimento medio del capitale è, almeno negli Stati Uniti, sostanzialmente superiore al tasso medio di crescita, il che suggerisce un effetto negativo del debito pubblico non solo sulla produzione, ma anche sui consumi e quindi sul benessere.<sup>13</sup>

Guardare al tasso di rendimento del capitale, tuttavia, potrebbe non essere il modo giusto di affrontare la questione. Ciò che interessa ai consumatori non è il tasso medio di rendimento del capitale, ma il tasso di rendimento corretto per il rischio. In assenza di distorsioni sui mercati finanziari, questo tasso corretto per il rischio è, nella misura in cui i titoli di Stato sono considerati sicuri, proprio il tasso su tali titoli di Stato. Se questo tasso è inferiore al tasso di crescita, è possibile che gli effetti negativi del debito sul welfare siano limitati o addirittura inesistenti.<sup>14</sup>

Come si traducono queste considerazioni teoriche in consigli pratici per la policy? Consideriamo in primo luogo il tema della stabilizzazione. Dato che i bassi tassi privi di rischio implicano limiti più stringenti per la politica monetaria, risulta chiaro che vi è una maggiore necessità di utilizzare la politica fiscale per fini di stabilizzazione. Allo stesso tempo, gli stessi bassi tassi d'interesse implicano maggiore spazio proprio per utilizzare la politica fiscale a tali scopi. Entrambi questi elementi muovono nella medesima direzione, rendendo preferibile l'utilizzo della politica fiscale rispetto alla politica monetaria per perseguire obiettivi di stabilizzazione.

Riguardo poi alla politica di gestione del debito si può suggerire, come minimo, un atteggiamento più rilassato nei confronti del debito e della sua riduzione. Un debito elevato può avere costi limitati sia in termini di futuri oneri fiscali supplementari, sia in termini di futuri minori consumi. Proprio come tassi nominali bassi e sicuri suggeriscono la necessità di riesaminare l'obiettivo di inflazione, tassi reali bassi e più sicuri implicano la necessità di riesaminare i livelli accettabili del debito.

L'argomentazione a favore di un riesame della questione è ancora più forte se il debito viene utilizzato per finanziare gli investimenti pubblici. L'investimento pubblico risulta essere conveniente se il suo tasso di rendimento sociale corretto per il rischio è pari o superiore al tasso di rendimento corretto per il rischio dell'investimento privato, che potrebbe essere ancora una volta strettamente legato al tasso sui titoli di Stato. Riteniamo che, in parte a causa dei tagli derivanti dall'austerità fiscale, in parte a causa di investimenti pubblici insufficienti prima ancora del verificarsi della crisi, il tasso sociale di rendimento del capitale pubblico sia elevato. Anche l'isteresi, di cui abbiamo discusso prima, è direttamente rilevante in questo caso.

---

<sup>12</sup> Stiamo qui supponendo, con valide ragioni, che l'equivalenza ricardiana non regga e che il debito pubblico sia in parte percepito come ricchezza netta dai consumatori.

<sup>13</sup> Un'avvertenza: i tassi di rendimento del capitale possono riflettere in parte un mark-up rispetto ai costi marginali, e quindi possono includere una componente di rendita. Un recente lavoro di De Loecker ed Eeckhout (2017) suggerisce che i mark-up sono aumentati sostanzialmente negli ultimi quarant'anni, il che implica prodotti marginali di capitale più bassi per determinati tassi di rendimento del capitale.

<sup>14</sup> Il tono provvisorio di questo paragrafo riflette il fatto che gli autori stanno attualmente svolgendo ricerche sull'argomento e non sono ancora giunti a conclusioni consolidate.

Persino nel caso in cui il tasso di interesse superi il tasso di crescita, nella misura in cui l'aumento della produzione effettiva porti ad un incremento della produzione potenziale, è possibile che la spesa pubblica si ripaghi da sola, determinando una diminuzione del rapporto debito/PIL anche nel lungo periodo (DeLong e Summers, 2012). Questa circostanza diventa ancora più rilevante quando il tasso di interesse è inferiore al tasso di crescita.

## 5. Politiche finanziarie

Sulla base dell'esperienza recente, è probabile che gran parte dell'instabilità che si verificherà nei prossimi decenni sarà legata a fattori di instabilità finanziaria. Va notato, al riguardo, che oltre all'esperienza della Grande Recessione, anche le altre crisi economiche verificatesi negli Stati Uniti hanno avuto origine da problemi finanziari – siano essi i problemi di credito associati al settore immobiliare e la conseguente contrazione del credito alla fine degli anni ottanta o la bolla borsistica e il suo crollo nel 2000. Ciò solleva varie questioni in tema di prevenzione e risoluzione delle crisi.<sup>15</sup>

Consideriamo in primo luogo il tema della risoluzione delle crisi. C'è chi ritiene che una delle lezioni della crisi consista nel fatto che i responsabili della politica economica necessitano di strumenti più forti per rispondere alle tensioni finanziarie: ad esempio, occorre che la prossima volta i governi abbiano una chiara autorità legale per salvare istituzioni come Lehman Brothers nel 2008. Altri invece ritengono che il rischio morale associato all'eccessiva disponibilità di fondi di salvataggio abbia contribuito all'eccessiva assunzione di rischi conducendo poi alla crisi.

Noi esprimiamo scetticismo nei confronti del fondamentalismo del rischio morale che è andato diffondendosi in molti ambienti. Il nostro timore è che i cambiamenti giuridici e le dolorose lezioni politiche della crisi passata renderanno più difficile l'erogazione di liquidità di emergenza la prossima volta che una crisi si presenterà. Geithner (2017) e altri hanno espresso serie preoccupazioni sul fatto che le restrizioni giuridiche contenute nella legislazione Dodd-Frank sulla fornitura di sostegno alle singole istituzioni potrebbero rendere più difficile una risposta adeguata alla prossima crisi. In misura sostanziale, le crisi affondano le loro radici non in una consapevole assunzione di rischi da parte degli istituti finanziari, ma in eventi "*black swan*" non prevedibili – un fatto che non può essere cambiato modificando gli incentivi. Inoltre, è probabile che gli apporti di liquidità per contenere le vendite in massa non presentino problemi di rischio morale dal momento che non è detto risultino socialmente costosi. Basti ricordare che il governo degli Stati Uniti ha tratto profitti positivi dal programma TARP di sostegno alle istituzioni finanziarie. Inoltre, poiché le grandi crisi si verificano solo ogni mezzo secolo o giù di lì, siamo poco persuasi dall'idea che le azioni effettuate in risposta ad una crisi possano influenzare la successiva.

La prevenzione delle crisi è stata una delle principali preoccupazioni sin dall'inizio della crisi finanziaria del 2008, che ha portato al Dodd-Frank negli Stati Uniti e alla miriade di attività coordinate a livello internazionale sotto l'egida del Financial Stability Board. I coefficienti patrimoniali sono stati notevolmente aumentati. Le banche sistemiche sono soggette a vincoli più severi. Gli stress test sono costantemente migliorati. Sono stati introdotti coefficienti di liquidità per limitare i rischi e le conseguenze delle corse agli sportelli.

---

<sup>15</sup> Per una più ampia discussione sulle politiche finanziarie, si rinvia all'analisi di Aikman *et al.* (2019).

Tuttavia, per ragioni di necessità, la prassi normativa è andata oltre le prescrizioni della teoria. Vi è una moltitudine di questioni irrisolte che vanno dalla rilevanza della sola adeguatezza patrimoniale rispetto all'opportunità di utilizzare una varietà di requisiti di capitale, a come la regolamentazione dovrebbe variare a seconda delle condizioni cicliche e finanziarie, a se e come regolamentare nel modo migliore il "sistema finanziario ombra", fino a come evitare interruzioni di liquidità e gravi perturbazioni sui mercati delle attività.<sup>16</sup> Qui ci concentriamo solo su due aspetti: l'efficacia della regolamentazione del capitale e degli stress test e l'opportunità di politiche di regolamentazione variabili nel tempo al fine di promuovere la stabilità.

Si è tentati di supporre che, con requisiti patrimoniali sufficientemente elevati, la stabilità delle principali istituzioni e quindi del sistema finanziario sia garantita. Elevati livelli di capitale possono essere assicurati in senso statico attraverso una regolamentazione patrimoniale diretta e in senso dinamico attraverso stress test che assicurino livelli di capitale adeguati anche in uno scenario sfavorevole (a parte le questioni di liquidità, che ovviamente richiedono strumenti aggiuntivi).

Bulow e Klemperer (2013) e Sarin e Summers (2016) discutono alcune questioni sollevate dagli attuali approcci alla regolamentazione patrimoniale. La maggior parte degli istituti falliti nel 2008 e 2009 venivano considerati dalle autorità di regolamentazione come istituti con coefficienti patrimoniali elevati fino al verificarsi del fallimento. Un esempio eclatante è Bear Stearns, considerato dalle autorità di regolamentazione come un istituto caratterizzato da un coefficiente patrimoniale Tier 1 dell'11,6 per cento la settimana prima del fallimento. Non si tratta di un caso isolato: Wachovia, Washington Mutual e Lehman Brothers sono stati giudicati tutti con alti coefficienti patrimoniali alla vigilia dei loro fallimenti. Haldane e Madouros (2012), guardando all'universo delle grandi banche globali, riferiscono che non vi era alcuna correlazione tra i precedenti coefficienti patrimoniali e la possibilità di sopravvivere alla crisi. Bulow e Klemperer (2013) notano che le banche sottoposte al FDIC hanno in genere passività superiori al 15 per cento o rispetto alle attività, il che rivela grossi difetti nel considerare il capitale regolamentare come misura del capitale economico.

Mentre la tesi ufficiale è che il settore bancario è molto meglio capitalizzato rispetto a prima della crisi, Sarin e Summers (2016) osservano che i rapporti tra valore di mercato del capitale e le attività bancarie, le misure di volatilità del capitale e i rendimenti delle azioni privilegiate sembrano tutti indicare il contrario. Almeno per quanto riguarda gli Stati Uniti, gli stress test oggi suggeriscono che il sistema bancario è straordinariamente robusto. Noi tuttavia sospettiamo che le affermazioni secondo cui il sistema bancario sarebbe in grado di superare una tempesta ben peggiore di quella del 2008 senza che nessuna grande istituzione abbia bisogno di raccogliere capitali, diano più informazioni sulle metodologie utilizzate per modellare gli stress test che sulla solidità del sistema.

Tutto ciò ha una rilevanza politica diretta. Un grave errore politico commesso in relazione alla crisi del 2008 è stato l'incapacità delle autorità di regolamentazione negli Stati Uniti nell'imporre la raccolta di capitali o almeno la riduzione dei pagamenti di dividendi e dei riacquisti di azioni nella primavera e nell'estate del 2008 nonostante che i mercati stessero segnalando seri problemi per la salute del sistema finanziario. Si può discutere se ciò sia stato causato dall'incapacità delle autorità di percepire l'entità dei rischi o alla loro mancanza di autorità giuridica. Come evitare simili ritardi in futuro e come progettare approcci che

---

<sup>16</sup> Per una valutazione della regolamentazione bancaria, si veda Goldstein (2017).

utilizzino le informazioni del mercato come input per la politica di regolamentazione, a noi sembrano delle questioni prioritarie.

Pur ritenendo auspicabili politiche di regolamentazione più reattive ai cambiamenti del capitale economico delle imprese, siamo più scettici intorno all'idea di rendere i requisiti patrimoniali variabili nel tempo o di porre limiti alla leva finanziaria. Tale scetticismo deriva in parte dalle ragioni discusse in precedenza riguardo all'uso delle politiche monetarie per promuovere la stabilità finanziaria. È molto difficile individuare ex ante bolle o eccessive ondate di credito e ancor più difficile identificarle con sufficiente anticipo rispetto allo scoppio per rendere proficua la politica anticiclica. Basti ricordare la difficoltà di riconoscere che nel 2008 il capitale delle banche si stava riducendo. È lo stesso anno in cui le autorità hanno fallito nell'individuare le bolle e intervenire su di esse, nonostante chiari segnali del mercato. I problemi di "*political economy*" complicano ulteriormente questo compito. La soluzione di imporre aumenti degli acconti necessari per i mutui a seguito di un aumento dei prezzi delle abitazioni colpirebbe soprattutto i giovani acquirenti, potrebbe essere estremamente impopolare e quindi rischierebbe di essere applicata troppo poco o troppo tardi. In questo senso, sussiste il rischio che misure macroprudenziali variabili nel tempo finiscano per risultare procicliche piuttosto che anticicliche.

Tutto ciò suggerisce, ad esempio, l'adozione di coefficienti patrimoniali più elevati e costanti piuttosto che di coefficienti patrimoniali più bassi e sensibili al ciclo. Il costo di tale misura può essere modesto. In effetti, uno dei risultati più interessanti della ricerca dopo la crisi è che, a prescindere dal rischio che alcune attività si spostino verso il settore bancario ombra – che deve quindi anch'esso essere regolamentato – coefficienti patrimoniali più elevati hanno effetti limitati sul costo dei fondi per le banche o sui prestiti bancari. Ciò porta a concludere che coefficienti patrimoniali più elevati rispetto agli attuali coefficienti regolamentari possano essere appropriati (Goldstein, 2017).

In breve, se è vero che oggi si presta molta più attenzione alla regolamentazione finanziaria e alle politiche macroprudenziali, il compito è tutt'altro che concluso. La complessità stessa del sistema finanziario, la nostra limitata comprensione del suo funzionamento e la capacità degli operatori finanziari di adeguarsi e impegnarsi nell'arbitraggio normativo sono ostacoli non di poca rilevanza. È probabile che in futuro ci troveremo ad affrontare altre crisi finanziarie.

## 6. Conclusioni

Mentre la crisi svanisce nello specchietto retrovisore, percepiamo il rischio che la politica macroeconomica torni a funzionare alla vecchia maniera, che le banche centrali tornino agli obiettivi d'inflazione del passato, che si facciano pochi progressi nell'uso della politica fiscale e che gli istituti finanziari esercitino pressioni contro requisiti di capitale e di liquidità che essi reputano eccessivi.

Prendere questa via sarebbe chiaramente un errore. Dieci anni fa, pochi avrebbero previsto gli eventi che si sarebbero verificati di lì a poco, dalle fughe di capitali dalle maggiori istituzioni finanziarie mondiali, a tassi d'interesse a livelli di trappola della liquidità per quasi un decennio, a un'inflazione ancora oggi al di sotto dell'obiettivo, a divari tra prodotto effettivo e potenziale ancora ampi e negativi in molte economie avanzate. Riteniamo che le lezioni di base della grande crisi finanziaria siano in gran parte simili a quelle tratte dalla rivoluzione

keynesiana in risposta alla Grande Depressione: le economie possono essere colpite da forti shock e non ci si può aspettare che si stabilizzino automaticamente. Non abbiamo alcun dubbio che, senza le forti risposte di politica monetaria e fiscale che sono state attuate, la crisi finanziaria avrebbe portato ad un risultato equivalente o anche peggiore della Grande Depressione. Pertanto, forti politiche di stabilizzazione forti debbono esser considerate essenziali.

Dovremmo pensare ai necessari cambiamenti come una “evoluzione” o come una “rivoluzione”?<sup>17</sup>

Le argomentazioni a favore dell'evoluzione sono le seguenti. Sul fronte della ricerca, è vero che i nostri modelli sono stati più utili a spiegare maree regolari che potenziali tsunami. Ma possiamo incorporare in essi molte delle non linearità che la crisi ha svelato (ad esempio, Gertler *et al.*, 2017). Sul versante della policy, la politica macroeconomica deve basarsi su tutte e tre le sue componenti: monetaria, fiscale e finanziaria. La politica monetaria deve ricreare un margine di manovra sufficiente per rispondere agli shock avversi della domanda, un risultato che si può conseguire in diversi modi. La politica di bilancio deve svolgere un ruolo di stabilizzazione più ampio tramite lo sviluppo di migliori stabilizzatori, e il consolidamento del debito può avvenire a un ritmo più lento. Una migliore regolamentazione finanziaria ha già ridotto sostanzialmente i rischi e le conseguenze delle crisi finanziarie, ma necessita di ulteriori aggiustamenti. Se queste misure saranno adottate, dovremmo essere in grado di gestire meglio gli shock futuri.

Gli argomenti a favore della rivoluzione sono i seguenti. Supponiamo che la stagnazione secolare renda necessari tassi di interesse significativamente negativi o aumenti insostenibili dei prezzi delle attività o delle espansioni del credito per mantenere la domanda e la produzione al livello potenziale. Per recuperare il suo margine di manovra, la politica monetaria deve quindi prendere in considerazione misure più drastiche, tra le quali un obiettivo di inflazione molto più elevato o l'acquisto di attività private su larga scala. Potrebbero rivelarsi necessari ampi disavanzi di bilancio per supportare la domanda senza i rischi di un eccessivo indebitamento del settore privato. Dati i limiti della regolamentazione finanziaria e la maggiore assunzione di rischi innescata da tassi d'interesse negativi, potrebbe risultare necessario adottare misure più drastiche per ridefinire la portata e le dimensioni del sistema finanziario.

Gli argomenti a favore della rivoluzione possono sembrare inverosimili, ma l'esperienza del Giappone negli ultimi vent'anni deve servire da monito. Come è noto, il tasso di crescita potenziale del Giappone è basso, circa l'1 per cento, il che riflette una crescita limitata della produttività e dati demografici avversi. Pensate a ciò a cui la politica macroeconomica giapponese ha dovuto ricorrere per sostenere la domanda e mantenere una crescita annua dell'1 per cento negli ultimi vent'anni: tassi di interesse prossimi allo zero sia a breve che a lungo termine, ampi disavanzi fiscali che hanno portato a un forte aumento del debito pubblico, massicci acquisti della banca centrale e ricorso alla domanda estera sotto forma di avanzo delle partite correnti. In altre parole, a fronte di una domanda interna privata molto debole, la politica macroeconomica giapponese ha dovuto fare affidamento su politiche macroeconomiche estreme, compreso il ricorso alla domanda estera, un'opzione che non sarebbe disponibile per altri paesi nel caso in cui tale debolezza emergesse a livello mondiale.

---

<sup>17</sup> Gli autori hanno opinioni diverse su questa domanda. Blanchard è più incline a considerare la necessità di una evoluzione, mentre Summers è più incline a vedere la necessità di una rivoluzione.

Se il Giappone risultasse un modello di riferimento per il resto delle economie avanzate, si renderebbe necessaria una vera e propria rivoluzione della politica macroeconomica.

È possibile che le cose vadano realisticamente in questo modo? Mentre scriviamo, le prospettive cicliche negli Stati Uniti e in Europa sembrano buone, con una forte crescita. Questa crescita è sostenuta dal lato della domanda da una forte crescita dei prezzi delle attività, in particolare delle azioni societarie, un aumento il cui ritmo tuttavia non dovremmo aspettarci di osservare in futuro. La storia insegna che le recessioni non sono quasi mai previste, nemmeno con un anno di anticipo. Se gli Stati Uniti o l'Europa dovessero entrare in recessione nei prossimi due anni, con ogni probabilità la loro situazione assomiglierebbe molto a quella del Giappone, con tassi zero, ampi disavanzi fiscali, inflazione al di sotto del target e crescita inadeguata. Potremmo essere a un passo dall'esigenza di una rivoluzione. Solo il tempo potrà dirci se tale rivoluzione sarà necessaria.

## Bibliografia

- Aikman D., Haldane A.G., Hinterschweiger M. e Kapadia S. (2019), "Rethinking Financial Stability", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 143-194), Cambridge (MA): MIT Press.
- Auerbach A.J. (2019), "Fiscal Policy", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 81-104), Cambridge (MA): MIT Press.
- Ball L., Elmendorf D. e Mankiw N.G. (1998), "The deficit gamble", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (4), pp. 699-720.
- Bernanke B. (2002), "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday", intervento alla Conferenza in onore di Milton Friedman, University of Chicago, 2002.
- Bernanke B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, marzo.
- Bernanke B. (2015), *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, New York: Norton.
- Bernanke B. (2019), "Monetary Policy in a New Era", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 3-48), Cambridge (MA): MIT Press.
- Blanchard O. (2018), "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, 32 (1), pp. 97-120.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: a Debate", *Review of Political Economy* (published online: August 6th), DOI: 10.1080/09538259.2019.1644730.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G. e Mauro P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, n. 10/03, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Blanchard O., e Summers L.H. (1986), "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, 1986 (1), pp. 15-90.
- Borio C. e Lowe P. (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper*, n. 114, Basel: Bank for International Settlements.
- Brunnermeier M. e Koby Y. (2017), "The 'Reversal Interest Rate': An Effective Lower Bound on Monetary Policy", Working paper, Department of Economics, Princeton University, maggio.
- Bulow J. e Klemperer P. (2013), "Market-Based Bank Capital Regulation", *Economics Working Paper*, n. 2013-W12, Nuffield College, Oxford: Oxford University.
- Caballero R. Farhi E. e Gourinchas P.O. (2017), "The Safe Assets Shortage Conundrum", *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), pp. 29-46.
- De Loecker J. e Eeckhout J. (2017), "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications", *NBER Working Paper*, n. 23687, agosto, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- DeLong B.J. e Summers L.H. (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43 (Spring), pp. 233-297.
- Diamond D. e Dybvig P. (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 91 (3), pp. 401-419.
- Fernald J., Hall R., Stock J. e Watson M. (2017), "The Disappointing Recovery of Output after 2009", *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Draft, 23-24 marzo.
- Friedman M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1-17.

- Furman J. (2019), "Should Policymakers Care Whether Inequality Is Helpful or Harmful for Growth?", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 229-252), Cambridge (MA): MIT Press.
- Ganong P. e Noel P. (2017), "The Effect of Debt on Default and Consumption: Evidence from Housing Policy in the Great Recession", Working paper, Cambridge (MA): Harvard University, gennaio.
- Geanakoplos J. (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *Economic Policy Review*, 16 (1), pp. 101-131.
- Geithner T. (2014), *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York: Crown.
- Geithner T. (2017), "Are We Safe Yet? How to Manage Financial Crises", *Foreign Affairs*, 96 (January/February), pp. 54-72.
- Gertler M., Kiyotaki N. e Prestipino A. (2017), "A Macroeconomic Model with Financial Panics", *NBER Working Paper*, n. 24126, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Goetzmann W. (2015), "Bubble Investing: Learning from History", *NBER Working Paper*, n. 21693, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Goldstein M. (2017), *Banking's Final Exam: Stress Testing and Bank-Capital Reform*, Washington (DC): Peterson Institute for International Economics.
- Gopinath G. (2019), "Rethinking, International Macroeconomic Policy", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 271-298), Cambridge (MA): MIT Press.
- Greenwood R., Hanson S., Rudolph J. e Summers L.H. (2014), "Government Debt Management at the Zero Lower Bound", *Hutchins Center Working Paper*, n. 5, Washington (DC): Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution.
- Greenwood R., Hanson S. e Stein J. (2016), "The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future* (pp. 335-397), atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 25-27 agosto, Jackson Hole (WY).
- Haldane A. e Madouros V. (2012), "The Dog and the Frisbee", in *The Changing Policy Landscape* (pp. 109-159), atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 30 agosto-1 settembre, Jackson Hole (WY).
- Hansen A. (1939), "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review*, 29 (1), pp. 1-13.
- Hubbard G. (1991), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: NBER e University of Chicago Press.
- Kashyap A., Gaurio F. e Sim J. (2016), "The Tradeoffs in Leaning against the Wind", *NBER Working Paper*, n. 23658, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Koo R.C. (2011), "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics", *Real-World Economics Review*, 58, pp. 19-37.
- McKay A. e Reis R. (2016), "Optimal Automatic Stabilizers", *CEPR Discussion Paper*, n. 11337, London: Centre for Economic Policy Research.
- Mian A. e Sufi A. (2014), *House of Debt*, Chicago: University of Chicago Press.
- Minsky H. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, n. 74, Annandale-On-Hudson (NY): Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Patinkin D. (1948), "Relative Prices, Say's Law, and the Demand for Money", *Econometrica*, 16 (2), pp. 135-154.
- Paulson H.M. (2010), *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York: Business Plus.
- Phelps E. (1968), "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, n.s., 34 (135), pp. 254-281.
- Phelps E. (1972), *Inflation Policy and Unemployment Theory*, New York: Norton.
- Rachel L. e Smith T. (2015), "Are Low Real Interest Rates Here to Stay?", *Bank of England Staff Working Paper*, n. 571, London: Bank of England.
- Rogoff K. (2017), *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy*, Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Romer P.M. (2016), "The Trouble with Macroeconomics", intervento alla Omicron Delta Epsilon Society, disponibile alla URL: <https://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/The%20Trouble%20with%20Macroeconomics.pdf>.
- Sarin N. e Summers L.H. (2016), "Have Big Banks Gotten Safer?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 57-109.
- Summers L.H. (2018), "Secular Stagnation and Macroeconomic Policy", *IMF Economic Review*, 66 (2), pp. 226-250.
- Svensson L. (2017), "Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind", *Journal of Monetary Economics*, 90 (October), pp. 193-213.
- Yellen J.L. (2016), "Opening Remarks: The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future* (pp. 1-19) atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 25-27 agosto, Jackson Hole (WY).