

Laurea Honoris Causa in Relazioni Internazionali al dott. Claudio Borio

Laudatio

Prof.ssa Elena Seghezza

Brevi cenni bibliografici

È per me un onore tenere la Laudatio del dott. Borio in questa importante circostanza.

Claudio Borio è nato a Ivrea nel 1957. Suo padre era dirigente dell'Olivetti e come tale dovette spostarsi in Argentina con la famiglia. Successivamente, tornato il padre in Europa, Borio si iscrisse alla Facoltà di Economia dell'Università di Firenze. Volendo migliorare il proprio inglese, fece domanda per essere ammesso ad un programma dell'Università di Oxford che prevedeva un BA in *Politics, Philosophy and Economics*. Dopo aver conseguito questo BA, presso la stessa Università Borio ha conseguito un DPhil e un MPhil in Economics.

Dal 1985 al 1987 Borio ha lavorato come economista nel Dipartimento di Economia e Statistica dell'OCSE.

È entrato nella Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) nel 1987.

In questa istituzione ha ricoperto posizioni di responsabilità nel Dipartimento Monetario ed Economico. Infine, nel 2013 è stato nominato capo di questo Dipartimento. Posizione che ha coperto fino al Suo pensionamento, ovvero fino al 31 dicembre del 2024.

Come ha osservato Benjamin Friedman - nel suo intervento al Colloquium in honour of Claudio Borio - nel 1987, quando quest'ultimo entrò nella BRI, la teoria monetaria si caratterizzava per alcune forti convinzioni, tra cui l'assunto che gli individui avessero aspettative razionali, che i mercati fossero permanentemente in equilibrio, che la moneta e la finanza fossero "neutrali", non avessero cioè influenza sulle variabili macroeconomiche reali.

Nei suoi quattro decenni alla BRI Borio non solo ha influenzato il pensiero e il modo di lavorare di questa istituzione, ma ha contribuito significativamente a cambiare il modo di pensare la moneta e la finanza e i loro nessi con l'economia reale.

I contributi scientifici di Borio sono di un numero impressionante e toccano aspetti diversi di teoria monetaria e finanziaria. In questo mio breve intervento toccherò solo alcuni di questi aspetti. Mi soffermerò, in particolare, su quelle parti del pensiero di Borio che forse hanno maggiormente influito sulla teoria e politica monetaria. In questo percorso partirò dalle risposte che Borio dà alla atavica questione: che cos'è la moneta e come si crea?

Le banche intermediano risparmio o creano nuovo potere d'acquisto?

Negli anni recenti la teoria monetaria su questo aspetto ha subito profondi cambiamenti. Concetti e teorie che abbiamo insegnato, e continuiamo a insegnare, nei nostri corsi universitari, come l'esogeneità dell'offerta di moneta e la cosiddetta teoria dei fondi prestabili, sono oggi sottoposti a profonde critiche e revisioni.

Come noto, secondo la teoria dei fondi prestabili, le banche intermediano semplicemente risparmio in essere. L'attività di prestito delle banche comincia con la raccolta di depositi e finisce con l'erogazione di prestiti a imprese e altri soggetti. In poche parole, sono i depositi che rendono possibili i prestiti e non viceversa.

In tempi recenti, alcuni economisti hanno riconsiderato il processo di creazione della moneta pervenendo alla conclusione che la teoria dei fondi prestabili è inadeguata a dare la corretta rappresentazione del sistema finanziario e del suo funzionamento in un'economia moderna. Borio, insieme ad altri (cfr., tra gli altri, McLeay et al., 2014, Jakab e Kumhof, 2015; Borio e Disyatat, 2011, 2015), ha evidenziato il fatto che la teoria dei fondi prestabili, essendo basata sull'idea che la moneta sia esclusivamente mezzo di pagamento, trascura del tutto il ruolo della moneta come mezzo finanziario.¹

La teoria dei fondi prestabili, così come illustrata da Wicksell (1898), è basata sull'assunto che, in equilibrio, il tasso di interesse monetario - ovvero quello praticato dalle banche - e il tasso "naturale" di interesse - ovvero il rendimento marginale degli investimenti - coincidono.

Borio opportunamente osserva che questa situazione di equilibrio è possibile se, come accade in Wicksell, la moneta è ancorata ad una moneta-merce e quindi la sua offerta incontra un limite. Ma che cosa accade se la moneta non ha un'ancora? (cfr. Borio e Disyatat, 2011, p. 29-30).

In questo caso, il tasso d'interesse monetario può restare al di sotto del tasso "naturale" d'interesse e le banche creano credito aggiuntivo per soddisfare la domanda di investimenti: la quantità di moneta è, dunque, del tutto endogena² (Cfr. Borio e Disyatat, 2011; p. 30).

¹ Già Keynes, in un lontano scritto del 1933, criticando quanti trascuravano le funzioni finanziarie della moneta, scriveva: "Most treatises on the principles of economics are concerned mainly, if not entirely, with a real-exchange economy, and – which is more peculiar – the same thing is also largely true of most treatises on the theory of money. In particular, Marshall's *Principles of Economics* is avowedly concerned with a real-exchange economy; and so, I think, is by far the greater part of the treatises of Professor Pigou – to name these English works on which I have been brought up and with which I am most familiar" (Keynes, 1933).

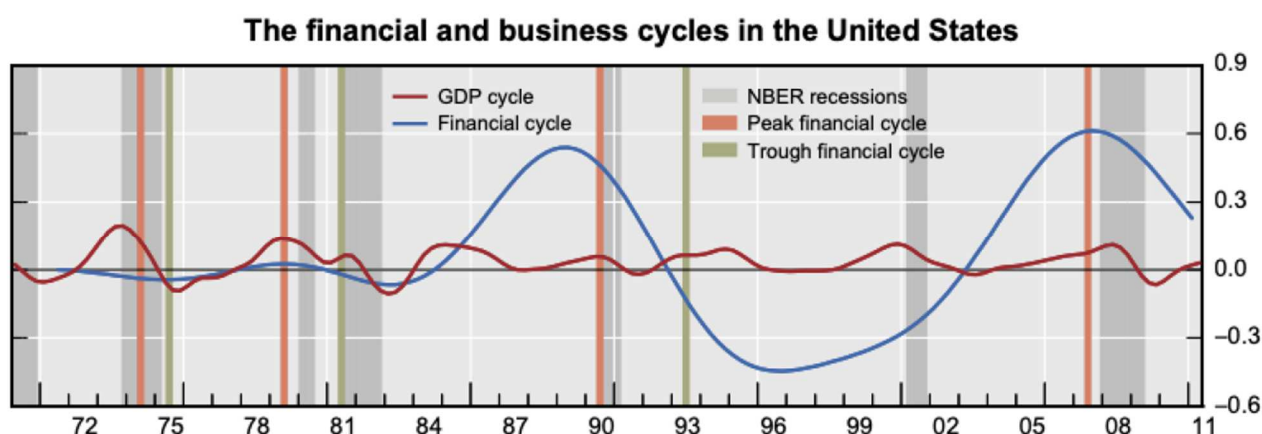
² Giustificate sono, dunque, le posizioni che tendono ad accostare la visione monetaria di Borio a quella dei post-Keynesiani. Tuttavia, questo accostamento solo in parte corrisponde al vero. Nei post-Keynesiani si giunge alla conclusione che la creazione di moneta è totalmente endogena. In questo contesto la banca centrale non ha alcun modo di influire su di essa (cfr. Kaldor, 1989, e, soprattutto, la posizione degli "orizzontalisti", come Moore, 1988). Per Borio, invece, la banca centrale può variare il tasso di interesse di policy e, quindi, regolare la domanda di credito e l'offerta di moneta ("The ultimate constraint on credit creation is the short-term rate set by central bank ...". Borio e Disyatat, 2011, p. 30).

Ciclo reale e ciclo finanziario dell'economia

L'idea che le banche commerciali, diversamente dagli altri intermediari finanziari, non intermediano risparmi già in essere, ma creano potere d'acquisto aggiuntivo consente a Borio di distinguere tra *Saving* (risparmio) e *Financing* (finanziamento). Il *saving* per la contabilità nazionale altro non è se non la parte di reddito non consumata. Per contro, il *financing* è costituito dalle disponibilità monetarie ottenute anche nella forma di debito.

La distinzione tra *saving* e *financing* trova corrispondenza in quella tra ciclo reale dell'attività produttiva e ciclo finanziario (cfr. Borio, 2012). Quest'ultimo è caratterizzato da variazioni dell'elasticità di offerta di credito bancario rispetto al livello di attività produttiva. Un ciclo finanziario positivo stimola un aumento del prezzo delle attività mobiliari e finanziarie e viceversa accade nel caso di un ciclo finanziario depressivo.

La Figura 1 mette a confronto ciclo finanziario e reale negli Stati Uniti a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, mostrando come il ciclo finanziario sia più lungo e profondo di quello reale.



Fonte: Drehmann et al. (2012).

La crisi finanziaria del 2008: un'interpretazione alternativa

Quando un ciclo finanziario si sovrappone ad un ciclo reale espansivo, come accaduto nella prima metà degli anni Duemila, le banche sono indotte a sottovalutare il rischio di credito e l'elasticità dell'offerta di credito tende ad aumentare. La crescita del credito si accompagna all'emergere di una bolla immobiliare e/o finanziaria. L'esito finale tende ad essere una crisi finanziaria.

Emblematico è il caso della Global Financial Crisis. L'insistenza sulla interazione tra ciclo reale e ciclo finanziario ha consentito a Borio e agli economisti della BRI, da un lato, di prevedere prima di

altri la possibilità della crisi dei mutui sub-prime e, dall'altro lato, di darne una spiegazione alternativa a quella prevalente.

Già nel 2002 Borio insieme a Lowe aveva mostrato come una rapida crescita degli squilibri finanziari, associata ad una pronunciata espansione creditizia e ad un pronunciato aumento dei prezzi delle attività finanziarie, avrebbe comportato il rischio di una crisi finanziaria pur in un contesto di prezzi stabili come quello prevalente in quegli anni.³

Nell'agosto del 2003 a Jackson Hole, all'annuale conferenza organizzata dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, quando il quadro macroeconomico appariva assolutamente stabile, Borio, insieme al capo del MED (Dipartimento Monetario e Economico della BRI) dell'epoca William R. White, osservò che potevano esserci rischi di instabilità e crisi.⁴ Tali rischi derivavano dal fatto che, a causa del processo di deregolamentazione e della maggior elasticità al ciclo dell'offerta di credito, in corrispondenza di tassi di interesse persistentemente bassi, gli squilibri finanziari avrebbero potuto aumentare in modo pronunciato creando le condizioni per gravi stress dell'economia. Di qui l'esigenza di privilegiare una politica monetaria volta non solo a stabilizzare i prezzi, ma anche a salvaguardare la stabilità finanziaria (Borio and White, 2003; p. 149).

Come Borio stesso ricorda in un'intervista rilasciata al Sole 24 Ore (Il Sole 24 Ore del 17 giugno 2017) Greenspan e Bernanke, allora rispettivamente Presidente e autorevole membro del Board della Fed, e presenti a quella conferenza, mostrarono di non gradire questi rilievi e manifestarono un chiaro dissenso.

Pochi anni dopo, tuttavia, il quadro prospettato da Borio e White trovò un tragico riscontro nella grave crisi dei mutui sub-prime del 2008.

Secondo l'interpretazione prevalente del tempo, quest'ultima andava ricondotta ad un eccesso di risparmio globale (*Global Saving Glut hypothesis*). Nella versione più accreditata di tale ipotesi (Bernanke, 2005, Mendoza, 2007; Caballero et al., 2008; Bernanke et al. 2011), il significativo aumento di risparmio dei paesi Asiatici e dei paesi produttori di petrolio, non trovava corrispondenza in un aumento della domanda di investimenti in quegli stessi paesi. Da ciò derivava un ingente afflusso di capitali verso i paesi avanzati, in particolare verso gli Stati Uniti. In questi paesi, pertanto, i tassi di interesse a lungo termine diminuivano creando le condizioni per un'elevata domanda di credito. Di qui il formarsi di una bolla immobiliare e forme di sovra-indebitamento.

Nella prospettiva della *Global Saving Glut hypothesis* non si possono muovere critiche alla politica monetaria accomodante seguita dalla Fed nella prima metà degli anni Duemila.

³ Bordo e Landon-Lane (2013) ritengono che i contributi di Borio e Lowe (2002; 2004) e Borio e White (2003) incorporino la visione "Austriaca" di Hayek, von Mises e Robbins, secondo cui un aumento di prezzo delle attività immobiliari e finanziarie può degenerare in una bolla se una politica monetaria accomodante consente una crescita incontrollata del credito bancario.

⁴ Cfr. Borio e White (2003).

Borio e la BRI, tuttavia, hanno dato della *Global Financial Crisis* un'altra spiegazione. Questa loro spiegazione è basata sulla già accennata distinzione tra *Saving* e *Financing*. Essi, in particolare, spiegano che nel sistema monetario internazionale la distinzione tra *Saving* e *Financing* porta inevitabilmente a distinguere tra flussi netti e flussi lordi di capitali tra paesi. I flussi netti corrispondono al saldo di parte corrente, ovvero all'ammontare di risparmio di un paese, che può essere positivo o negativo. I flussi lordi di capitale, invece, hanno poco a che fare con i flussi netti. Infatti, un paese può avere le partite correnti in pareggio e quindi flussi netti di capitale pari a zero, ma al tempo stesso può avere elevati flussi lordi di capitale, ovvero un elevato ammontare di attività e passività con l'estero.

Borio con Disyatat ha mostrato che negli anni precedenti la *Global Financial Crisis* le variazioni di attività e passività finanziarie degli Stati Uniti ebbero poco a che fare con i disavanzi dei conti con l'estero di questo paese.⁵ La Cina, infatti, pur godendo di elevati avanzi di parte corrente verso gli Stati Uniti, partecipò per una quota modesta all'espansione dei flussi lordi di capitale da e verso questo paese. Molto rilevante fu, invece, il ruolo dell'Europa, in particolare dell'area dell'euro e del Regno Unito, nonostante essa vantasse un saldo positivo di bilancia commerciale e di parte corrente verso gli Stati Uniti relativamente modesto (Tavola 1).

Tavola 1 – Flussi lordi e flussi netti di capitali negli Stati Uniti e Saldo Commerciale (miliardi di dollari)

	Entrate di capitali negli USA	Uscite di capitali dagli USA	Saldo della Bilancia commerciale
Totale	2.129,5	1.472,1	-808,8
Zona dell'Euro	360,3	477,2	-110,2
Regno Unito	561,0	422,4	-6,9
Cina	260,3	-2,0	-258,5
Giappone	65,9	-50,0	-84,3
Canada	83,5	67,9	-68,2
OPEC	52,1	19,2	-117,2

Fonte: Johnson (2009) e US American Census.

In questa prospettiva, dunque, i tassi di interesse a lungo termine americani non furono influenzati tanto da afflussi di fondi da paesi con surplus di parte corrente, come la Cina, quanto piuttosto dai flussi lordi di capitale – in particolare dall'aumento delle attività dalle economie avanzate, *in primis* dall'Europa, verso gli Stati Uniti.⁶

⁵ Cfr. Borio e Disyatat (2011).

⁶ Molte banche di paesi europei si indebitavano a breve termine in dollari per acquistare titoli e strumenti derivati americani a lungo termine. Esse lucravano sul differenziale tra i rendimenti sulle attività a lunga scadenza e i tassi di interesse a breve termine.

La spiegazione della *Global Financial Crisis* di Borio e della BRI, diversamente dalla *Global Saving Glut hypothesis*, implica forti riserve sull'impostazione della politica monetaria della Fed nella prima metà degli anni Duemila. La politica accomodante della banca centrale americana, infatti, avrebbe favorito il formarsi di una bolla immobiliare e finanziaria e la successiva crisi globale (Borio e White, 2004).

La gestione della politica monetaria dopo la *Global Financial Crisis*

Secondo Borio, l'esperienza della *Global financial crisis* suggerisce di adottare nella conduzione della politica monetaria, oltre che regole volte a mantenere i prezzi stabili, politiche *macro-prudenziali* volte a garantire la stabilità finanziaria (Borio e Zhu, 2008; Borio e Disyatat, 2009; Juselius et al. 2016). Di qui l'esigenza che le banche centrali seguano regole, come *l'inflation targeting*, con flessibilità (cfr. Borio, 2024). Infatti, la politica monetaria non può reagire solo a scostamenti dell'inflazione dal target. Essa deve anche essere in grado di prevenire cicli finanziari che, caratterizzandosi per una abnorme crescita del credito, possono condurre pur in un contesto di prezzi stabili, a bolle finanziarie o immobiliari.

Con i suoi lavori Borio non solo ha contribuito a cambiare la teoria monetaria, in particolare la teoria delle crisi finanziarie, non solo ha influito sulle modalità di policy che le banche centrali devono seguire, ma ha anche indotto ad un ripensamento del quadro regolamentare dell'attività bancaria: con gli Accordi internazionali di Basilea III e IV, infatti, forti limiti sono stati posti alle possibilità delle banche di dar luogo ad una incontrollata crescita dell'offerta di credito, prevenendo in questo modo i rischi di bolle e crisi finanziarie.

In conclusione, dunque, l'opera di Borio rappresenta un importante contributo a migliorare il benessere della comunità internazionale e a prevenire i costi sociali ed economici inevitabilmente legati a crisi finanziarie.

Bibliografia

- Bernanke, B. (2005). The global saving glut and the U.S. current account deficit. Speech 77, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bernanke, B., Bertaut, C., De Marco, L.P. e Kamin, S. (2011). International Capital Flows and the Return to Safe Assets in the United States, 2003-2007. Banque de France Financial Stability Review, Febbraio, 13-26.
- Bordo, C. e Landon-Lane, J. (2013). Does expansionary monetary policy cause asset price booms; some historical and empirical evidence. NBER working paper n. 19585.
- Borio, C. (2024). Whither inflation targeting as a global monetary standard? OMFIF Lecture, London, 13 Novembre.
- Borio, C. (2014a). Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?. In Goodhart, C., Gabor, D., Vestergaard, J. E Ertürk, I. (eds), *Central Banking at a Crossroads*. London, Anthem Press.
- Borio, C. (2014b). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?. BIS working paper n. 395. *Journal of Banking and Finance*, 45, 182-198.
- Borio, C., e Disyatat, P. (2015). Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously. BIS working paper n. 525.
- Borio, C., e Disyatat, P. (2011). Global imbalances and the financial crisis: link or not link?. BIS working paper n. 346.
- Borio, C., e Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS working paper n. 292.
- Borio, C., e Lowe, P. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. BIS working paper n. 114.
- Borio, C., e Lowe, P. (2004). Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness? BIS working paper n. 157.
- Borio, C. e Zhu, H. (2008). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? BIS working paper n. 268.
- Borio, C. e White, W. (2004). Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes. BIS Working Papers No 147.
- Caballero, R., Farhi, E. e Gourinchas, P. (2008). An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates. *American Economic Review*, 98, 358-393.
- Drehmann, M., Borio, C. e Tsatsaronis, K. (2012). Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term. BIS working paper n. 380.

- Kaldor, N. (1989). *Further essays on economic theory and policy*. London, Duckworth.
- Keynes, J.M. (1933). A monetary theory of production. In Clausing, G. (ed), *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung: Festschrift für Arthur Spiethoff*. Munich, Duncker & Humboldt. Ripubblicato in Moggridge, D. (ed). *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII – *The General Theory and After, Part I – Presentation*. London, MacMillan, 1973.
- Jakab, Z. e Kumhof, M. (2015). Banks are not intermediaries of loanable funds, and the real sector. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 663-691.
- Johnson, K.H. (2009). Gross or net international financial flows. Council on Foreign Relations working paper.
- Juselius, M., Borio, C., Disyatat, P., and Drehmann, M. (2016). Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates. BIS working paper n. 569.
- McLeay, M. Radia, A. e Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 14 marzo.
- Mendoza, E., Quadrini, V. e Rios-Rull, V. (2007). Financial integration, financial deepness and global imbalances. NBER working paper n. 12909.
- Moore, B. (1988). *Horizontalists and verticalists: The macroeconomics of credit market*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Wicksell, J. (1898). *Geldzins und Güterpreise*. English version, *Interest and prices*. London, MacMillan, 1936.