

# I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha annunciato gli elementi principali della sua strategia di politica monetaria orientata alla stabilità, che si articola in una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi e in un quadro di riferimento basato su due pilastri per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. A oltre quattro anni dall'annuncio, il Consiglio direttivo ha ritenuto utile esaminare la strategia alla luce dell'esperienza acquisita. L'8 maggio 2003 esso ha confermato la definizione di stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento, da mantenere in un orizzonte di medio periodo. Il Consiglio ha altresì precisato che, nel perseguimento di tale obiettivo, si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Inoltre, ha confermato che le decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi, articolato in un'analisi economica e in un'analisi monetaria, preservando così l'approccio a due pilastri per l'organizzazione, la valutazione e la verifica incrociata delle informazioni rilevanti ai fini di politica monetaria. La struttura della dichiarazione introduttiva del Presidente per la conferenza stampa mensile della BCE è stata modificata allo scopo di riflettere adeguatamente tale approccio. Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta.

## I Introduzione

L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha reso noti i risultati della propria valutazione della strategia di politica monetaria della BCE <sup>1)</sup>. Tale valutazione, effettuata dopo oltre quattro anni di efficace conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro, ha tenuto conto del dibattito pubblico e di numerosi studi svolti dagli esperti della BCE <sup>2)</sup>. Da questa riflessione è scaturita la conferma da parte del Consiglio direttivo degli elementi principali della strategia annunciata nel 1998, ossia la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi e l'articolazione in due pilastri dell'esame complessivo dei rischi per la stabilità dei prezzi <sup>3)</sup>. Tuttavia, il Consiglio direttivo ha voluto anche precisare per il pubblico alcuni aspetti della strategia.

Il Consiglio direttivo ha confermato la definizione di stabilità dei prezzi, che consiste in "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento", e che questa "deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Inoltre, esso ha specificato il punto focale della sua politica monetaria nell'ambito della definizione, affermando che nel perseguimento della stabilità dei prezzi la BCE si propone di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. In tal modo, il

Consiglio direttivo ha sottolineato il suo impegno a mantenere un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione, tenendo presente l'insieme delle altre considerazioni rilevanti.

È stato anche confermato che le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo continueranno a basarsi su un'analisi completa dei rischi per la stabilità dei prezzi fondata su un quadro di riferimento a due pilastri. Questi sono rappresentati dall'*analisi economica*, volta a individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine, e dall'*analisi monetaria*, tesa a valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, data la stretta relazione esistente fra moneta

1) Cfr. il comunicato stampa della BCE La strategia di politica monetaria della BCE, dell'8 maggio 2003.

2) Il giorno dell'annuncio la BCE ha pubblicato sul suo sito Internet una serie di studi, svolti dai propri esperti, che hanno fornito al Consiglio direttivo spunti di riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE. Un sunto delle conclusioni più rilevanti tratte da queste ricerche è fornito nel documento Sintesi degli studi svolti ai fini della riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE.

3) Cfr. il comunicato stampa della BCE A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB del 13 ottobre 1998, gli articoli: La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, nel Bollettino mensile di gennaio 1999 e I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, nel Bollettino di novembre 2000, nonché la pubblicazione The Monetary Policy of the ECB (2001).

e prezzi su orizzonti temporali estesi. Al fine di pervenire a un giudizio univoco sui rischi per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha rimarcato che continuerà a sottoporre a verifica incrociata le informazioni derivanti da questi due approcci. Per quel che riguarda l'analisi monetaria, esso ha deciso inoltre di abbandonare la prassi di rivedere a cadenza annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta, allo scopo di evidenziare la natura di lungo periodo di questo valore quale *benchmark* per valutare gli andamenti monetari.

L'8 maggio il Presidente della BCE ha sottolineato che queste decisioni riflettono il successo conseguito nel complesso dalla strategia di politica monetaria della BCE dalla sua adozione e assicurano la piena continuità con la conduzione della politica monetaria degli anni passati. In particolare, fin dal gennaio 1999 le aspettative di inflazione a più lungo termine sono state saldamente ancorate a livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, attestandosi su valori

compresi tra l'1,7 e l'1,9 per cento (cfr. figura 1). Si tratta di un risultato ragguardevole a fronte dei considerevoli shock sfavorevoli sui prezzi, fra cui il significativo incremento delle quotazioni petrolifere tra il 1999 e il 2000, il notevole deprezzamento del tasso di cambio dell'euro tra luglio 1999 e ottobre 2000 e i forti rincari dei prodotti alimentari nel 2001<sup>4)</sup>.

Nel corso degli anni il pubblico ha acquisito una maggiore comprensione della strategia di politica monetaria della BCE, grazie all'attività di comunicazione dell'Eurosistema, all'esperienza maturata nella conduzione della politica monetaria e ai miglioramenti del quadro analitico che hanno permesso di consolidare e affinare gli elementi della strategia. Tuttavia, alcuni aspetti della strategia si sono rivelati difficili da comunicare efficacemente e hanno dato luogo ad alcune controversie tra gli osservatori. Nell'ambito della revisione della propria strategia, il Consiglio direttivo ha pertanto esaminato anche questi aspetti.

## 2 La definizione quantitativa di stabilità dei prezzi

### Gli aspetti principali della definizione

L'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea assegna alla BCE l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi quale uno degli elementi fondamentali della sua strategia di politica monetaria.

Facendo riferimento a "un aumento dello IAPC inferiore al 2 per cento", la definizione chiarisce che sia l'inflazione sia la deflazione sono incompatibili con la nozione di stabilità dei prezzi. Il limite superiore è stato fissato ben al di sopra dello zero (al 2 per cento) in modo da incorporare un margine di sicurezza contro la deflazione; ciò permette di salvaguardare il sistema economico dalla possibilità che la politica monetaria incorra in una situazione in cui non sia più in grado di rispondere in modo adeguato agli shock negativi attraverso i tassi di riferimento, per via del limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali. La definizione di

stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre 1998 non specifica alcun limite inferiore per il tasso di inflazione, data l'incertezza che circonda l'entità di una potenziale distorsione di misurazione dello IAPC e la sua possibile variazione nel tempo. Tuttavia, fissando il limite superiore ben al di sopra dello zero, la politica monetaria tiene conto dell'eventualità che l'inflazione misurata sullo IAPC sia leggermente sovrastimata rispetto a quella effettiva, per un lieve ma positivo errore di misurazione dell'indice dei prezzi. Al contempo, il limite superiore del 2 per cento è sufficientemente basso da consentire di fruire appieno dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi.

Un aspetto fondamentale della politica monetaria della BCE consiste nel perseguimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. La BCE riconosce che la politica monetaria non può, e quindi non deve, cercare di regolare gli andamenti dei prezzi

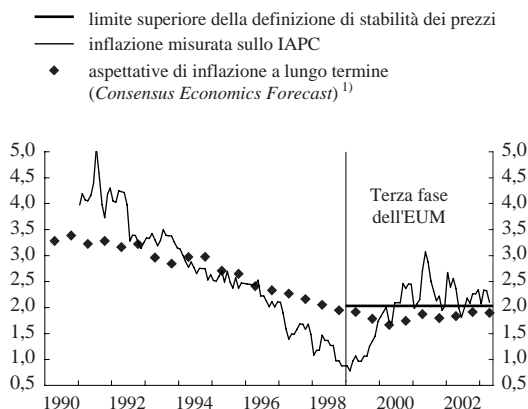
4) Cfr. il riquadro L'accumularsi di shock all'inflazione dall'avvio della Terza fase della UEM, nel Bollettino mensile di giugno 2002, alle pagg. 35-37.

## Figura 1

### L'inflazione e le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro

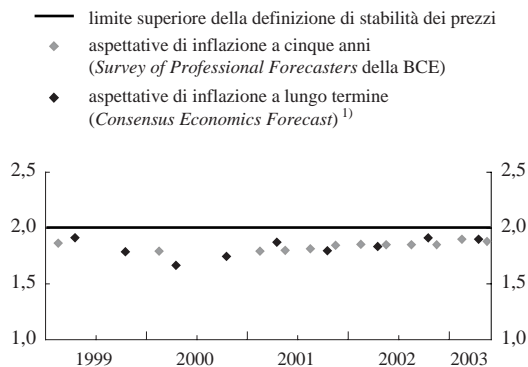
#### Inflazione e aspettative di inflazione a più lungo termine (1990-2003)

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)



#### Aspettative di inflazione a più lungo termine (1999-2003)

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Consensus Economics Forecasts e Survey of Professional Forecasters della BCE.

1) Fino a dicembre 2002, media ponderata dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, che incidono per oltre l'80 per cento sul PIL dell'area.

nel breve periodo. Come si spiega nel riquadro I, l'orientamento di medio termine permette inoltre alla politica monetaria di tenere conto delle preoccupazioni relative alle fluttuazioni del prodotto, fatto salvo il conseguimento dell'obiettivo primario.

La decisione del Consiglio direttivo di pubblicare la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi ha fornito al pubblico un *benchmark* per

la formazione delle aspettative di inflazione e la fissazione di prezzi e salari. Come si è rilevato, ciò ha consentito di ancorare saldamente le attese di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro a livelli molto stabili e coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi (cfr. figura 1), contribuendo così al regolare funzionamento della politica monetaria.

### La precisazione fornita l'8 maggio 2003

Nell'annuncio dell'8 maggio 2003, il Consiglio direttivo della BCE ha riconfermato la sua definizione di stabilità dei prezzi e ha precisato nel contempo che si propone di mantenere l'inflazione su livelli "prossimi al 2 per cento nel medio periodo". In tal modo esso ha sottolineato che la politica monetaria, ponendosi come punto focale un livello di inflazione inferiore ma prossimo al limite superiore della definizione, garantisce "un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione". Tale margine "tiene altresì conto di possibili distorsioni nella misurazione dello IAPC, nonché delle implicazioni dei differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro".

Si è in tal modo reso esplicito l'impegno della BCE a mantenere l'inflazione su tassi inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Tale impegno è del tutto coerente con la politica monetaria condotta finora dalla BCE e con il modo in cui essa è stata interpretata dai mercati, come dimostrano le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro, che si collocano su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento dal 1999.

### Gli elementi sui quali si è basata la valutazione della definizione di stabilità dei prezzi

Al fine di giungere alla decisione adottata l'8 maggio, il Consiglio direttivo della BCE ha valutato l'esperienza acquisita riguardo alla definizione quantitativa dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e i principali aspetti su cui si fonda tale definizione: la scelta di una misura dei prezzi appropriata ai fini di politica monetaria, i costi dell'inflazione, le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

## Riquadro I

### L'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE

Il sistema economico è costantemente soggetto a shock in larga parte imprevedibili che incidono anche sull'andamento dei prezzi. Allo stesso tempo, la politica monetaria può influenzare l'evoluzione dei prezzi solo con notevoli ritardi<sup>1)</sup>. Inoltre tali ritardi sono variabili (dipendono ad esempio dal contesto economico) ed estremamente incerti come la maggior parte delle relazioni economiche. Di conseguenza, sarebbe impossibile per qualsiasi banca centrale mantenere costantemente l'inflazione su uno specifico livello obiettivo o anche riportarla in breve tempo al livello auspicato. La politica monetaria non dispone di strumenti adeguati per regolare in maniera puntuale gli andamenti economici o controllare l'evoluzione dei prezzi su un orizzonte di breve periodo. Essa deve invece agire in un'ottica orientata al futuro, mantenendo la stabilità dei prezzi su periodi più lunghi. In ciò consiste essenzialmente l'orientamento a medio termine della BCE.

In tale contesto, la scelta di un orizzonte prefissato per la conduzione della politica monetaria risulterebbe arbitraria poiché il meccanismo di trasmissione interessa un arco di tempo variabile e incerto. Inoltre, la scelta di un orizzonte fisso risulta problematica anche perché la risposta ottimale di politica monetaria per assicurare la stabilità dei prezzi dipende sempre dalla natura specifica e dalla portata degli shock che colpiscono il sistema economico. Per molti tipi di shock (ad esempio quelli dal lato della domanda, che determinano una pressione sul prodotto e sui prezzi nella stessa direzione) una pronta reazione di politica monetaria non solo preserva la stabilità dei prezzi, ma contribuisce a stabilizzare l'economia. Tuttavia, nel caso di altri shock (ad esempio quelli che esercitano una pressione sui costi), il prodotto e i prezzi tendono a seguire dinamiche di segno opposto. Una risposta eccessivamente aggressiva volta a ripristinare la stabilità dei prezzi in un arco di tempo molto breve rischierebbe, in queste circostanze, di imporre un costo significativo in termini di variabilità del prodotto e dell'occupazione. In questi casi, è ampiamente riconosciuto che una risposta graduale di politica monetaria risulta appropriata al fine di evitare un'elevata, non necessaria, variabilità nell'attività reale. Quindi, l'orientamento a medio termine conferisce alla BCE la flessibilità richiesta per rispondere in maniera adeguata ai differenti shock economici. In particolare, esso consente di evitare l'immissione di volatilità non necessaria nel sistema, tenendo conto della preoccupazione riguardo alla stabilizzazione del prodotto e dell'occupazione e fornendo il proprio contributo in questo senso.

1) *Cfr., per stime recenti relative all'area dell'euro, l'articolo* Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, *nel Bollettino mensile di ottobre 2002.*

### La scelta dell'indice dei prezzi

Nel formulare una definizione quantitativa dell'obiettivo di politica monetaria, l'indice dei prezzi utilizzato deve possedere diverse proprietà essenziali, tra le quali credibilità e trasparenza (ad esempio, deve essere di facile comprensione per il pubblico), nonché un elevato grado di affidabilità (deve essere soggetto solo di rado a revisioni). Inoltre, è indispensabile che esso sia disponibile con sufficienti tempestività e frequenza. Per potersi avvalere di un indice in grado di soddisfare tali criteri per l'intera area dell'euro, la BCE ha deciso nel 1998 di definire la stabilità dei prezzi con riferimento all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) complessivo, elaborato dall'Eurostat sulla base di criteri omogenei per tutti i paesi dell'Unione europea.

Lo IAPC fornisce la misura che più si avvicina alle variazioni nel tempo del prezzo di un paniere rappresentativo di beni di consumo e di servizi acquistati dalle famiglie dell'area dell'euro. Il ricorso a questo indice segnala chiaramente l'impegno dell'Eurosistema a salvaguardare il potere d'acquisto della moneta in maniera completa ed efficace.

Talvolta si è sostenuto che le banche centrali dovrebbero invece definire il proprio obiettivo principale sulla base di misure dell'inflazione "di fondo" (inflazione *core* o *underlying*)<sup>5)</sup>, poiché queste

5) *Cfr., per un esame più dettagliato l'articolo* Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, *nel Bollettino mensile di luglio 2001.*

consentono di depurare l'inflazione complessiva dalle componenti più variabili e/o dai fattori di natura temporanea, in maniera da rilevare le tendenze più di fondo dei prezzi. Tuttavia, ricorrere a una misura di questo tipo per definire la stabilità dei prezzi non permetterebbe di soddisfare i criteri menzionati, in particolare quello della trasparenza, cui gli indici dei prezzi devono rispondere per essere rilevanti ai fini di politica monetaria. Inoltre, questa scelta presenterebbe elementi di arbitrarietà, poiché non esiste una metodologia unica o incontestata per ricavare tali misure.

In ogni caso, giova puntualizzare che pur definendo l'obiettivo di stabilità dei prezzi con riferimento a una misura dell'inflazione complessiva, nelle sue deliberazioni la BCE non rivolge in alcun modo un'eccessiva attenzione alla sua dinamica di breve periodo. L'orientamento di medio termine della strategia di politica monetaria assicura che, nell'adottare le proprie decisioni, il Consiglio direttivo non dia peso alla volatilità di breve periodo dei prezzi.

Le osservazioni esposte confermano nel loro insieme che lo IAPC è la misura adeguata per definire la stabilità dei prezzi. Nel contempo, è importante che nel quadro delle analisi che essa conduce regolarmente la BCE continui a esaminare, come indicatori, i sottoindici dello IAPC e le misure dell'inflazione di fondo. Questo esame può talvolta contribuire a individuare la natura degli shock che sottendono agli andamenti dei prezzi e alla loro dinamica di più lungo periodo. Le funzioni di indicatore non vanno però confuse con il ruolo svolto dallo IAPC quale indice dei prezzi utilizzato per specificare la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi.

### ***I costi dell'inflazione e le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi***

La scelta di una quantificazione specifica dell'obiettivo che la banca centrale intende perseguire nel medio periodo comporta la ricerca di un equilibrio che tenga conto, da una parte, dei costi dell'inflazione e, dall'altra, delle possibili ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

### ***I costi dell'inflazione***

L'inflazione genera considerevoli costi sociali attraverso una serie di canali.

- L'inflazione distorce la funzione di segnale dei prezzi relativi, soprattutto in presenza di "rigidità nominali", riducendo in tal modo l'efficienza allocativa dei mercati.
- Un'inflazione più elevata può acuire l'incertezza ad essa relativa e, di conseguenza, i premi per il rischio richiesti e i costi sociali.
- Poiché i sistemi fiscali non consentono di norma l'indicizzazione delle aliquote di imposta al tasso di inflazione, gli effetti distorsivi dell'imposizione sono aggravati dagli incrementi dell'inflazione.
- L'inflazione fa aumentare i costi sostenuti dagli operatori nel ricercare una riserva di valore alternativa ai saldi monetari (*shoe-leather costs*) per tutelarsi da perdite di ricchezza in termini reali.
- Per alcuni beni e servizi, costi di aggiustamento dei listini (*menu costs*) vengono sostenuti ogniqualvolta si registrano variazioni dei prezzi, che sono più frequenti con tassi di inflazione più elevati.
- Poiché alcuni gruppi sociali hanno possibilità più limitate di tutelarsi dal rischio di inflazione, quest'ultima incide sulla distribuzione del reddito e della ricchezza (ad esempio attraverso effetti redistributivi dai creditori ai debitori). A tale proposito, sono solitamente i gruppi più deboli che risentono in misura maggiore dell'inflazione.

Le stime empiriche sull'entità dei costi dell'inflazione sono variabili; tuttavia l'evidenza e le ricerche svolte confermano in maniera concorde che questa genera significativi costi sociali. Gli studi più recenti suggeriscono che i costi dell'inflazione sono forse più elevati di quanto si pensasse in precedenza e dimostrano che persino tassi moderati possono comportare costi significativi. Come è ampiamente riconosciuto, se non fosse per i fattori che sconsigliano di mantenere l'inflazione su

livelli prossimi allo zero (cfr. la sezione successiva), vi sarebbero ottime ragioni per perseguire la stabilità dei prezzi in senso stretto, ovvero un'inflazione pari a zero.

### **Le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi**

Malgrado i significativi costi generati dall'inflazione, diverse considerazioni suggeriscono che sarebbe auspicabile mantenere un tasso di inflazione moderatamente positivo. Il dibattito sulla questione verte in genere su tre principali argomentazioni: i rischi di deflazione e il limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali, la possibile esistenza di una distorsione verso l'alto nella misurazione dell'inflazione, la presenza di rigidità nominali verso il basso di prezzi e salari. Inoltre, se non è stata ancora raggiunta una completa convergenza in termini reali tra le regioni di un'unione valutaria, possono emergere fra queste ultime differenziali d'inflazione di natura strutturale. In linea di principio, tali differenziali potrebbero esacerbare i timori sul regolare funzionamento del processo di aggiustamento in alcune regioni. Le sezioni seguenti approfondiscono le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

### **Il limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali e i rischi di deflazione**

Molte delle fonti dei costi connessi all'inflazione, quali le distorsioni indotte nei prezzi relativi, sono altresì rilevanti in un contesto di costante diminuzione del livello dei prezzi. Tuttavia, gli episodi di prolungata deflazione, sebbene siano molto improbabili in sistemi che non presentano gravi squilibri macroeconomici, potrebbero comportare rischi specifici per la stabilità degli andamenti economici. In particolare, un periodo di protratta deflazione caratterizzato da debole crescita economica, può vincolare la conduzione della politica monetaria da parte della banca centrale, poiché i tassi di interesse nominali non possono essere ridotti al di sotto dello zero. Di fatto, qualsiasi tentativo di portare i tassi di interesse nominali su un livello significativamente inferiore allo zero è destinato a fallire, poiché gli operatori economici preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare i propri fondi a un tasso negativo. In presenza di deflazione, il limite zero dei tassi di

interesse nominali restringe il margine di manovra della banca centrale per ridurre i tassi di interesse in termini reali, al fine di stimolare la domanda e contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi. La deflazione può inoltre far aumentare l'onere del debito delle famiglie e delle imprese in termini reali accrescendo i rischi di instabilità finanziaria.

Sebbene sia possibile intraprendere diverse azioni di politica monetaria anche quando i tassi di interesse nominali si collocano sullo zero e siano state proposte diverse soluzioni per sfuggire alla trappola deflazionistica, l'efficacia di queste misure alternative è incerta. Ciò indica che la politica monetaria dovrebbe mantenere un margine di sicurezza contro la deflazione prefiggendosi di conseguire un tasso di inflazione moderatamente positivo invece che pari a zero.

Diversi studi hanno cercato di determinare la probabilità che i tassi di interesse nominali raggiungano lo zero in rapporto a differenti obiettivi di inflazione perseguiti dalla banca centrale. La maggior parte delle ricerche indica che questa probabilità si riduce notevolmente quando la banca centrale mira a mantenere il tasso di inflazione al di sopra dell'1 per cento nel medio periodo<sup>6</sup>.

### **La distorsione nella misurazione dell'indice dei prezzi**

Per varie ragioni, la misurazione dell'indice dei prezzi al consumo può essere soggetta a errori, suscettibili di verificarsi se i prezzi non sono adeguatamente corretti per tenere conto delle variazioni della qualità o se transazioni rilevanti rimangono sistematicamente escluse dal campione utilizzato per la costruzione dell'indice. In passato tali errori sistematici sono stati solitamente stimati come positivi ma di entità modesta per alcuni paesi industriali, con la conseguenza che un tasso di inflazione misurato pari a zero potrebbe implicare una lieve diminuzione del livello effettivo dei prezzi.

6) *Altri studi pervengono a risultati diversi. Essi tuttavia sembrano sovrastimare il rischio che i tassi di interesse nominali si collochino sullo zero, poiché ipotizzano un tasso di interesse reale di equilibrio che appare irrealisticamente basso oppure assumono che la politica monetaria non reagisca in maniera ottimale a fronte di rischi deflazionistici.*

Si dispone di scarse evidenze circa una distorsione nella misurazione dello IAPC dell'area dell'euro, data l'esistenza ancora breve dell'indice. Secondo alcune ricerche l'entità della distorsione è probabilmente limitata, sebbene il grado di incertezza che caratterizza le stime sconsigli di fare riferimento a un valore specifico. Inoltre, tenendo conto dei continui miglioramenti apportati dall'Eurostat alle proprietà dello IAPC, tale distorsione dovrebbe ridursi in futuro. Nel complesso, la possibile presenza di una distorsione appare di un ordine minore di importanza, al fine di stabilire un margine di sicurezza al di sopra dello zero per i tassi di inflazione, se messa a confronto con le considerazioni relative ai rischi di deflazione.

### **Le rigidità nominali verso il basso di prezzi e salari**

I movimenti dei prezzi relativi sono fondamentali per un'efficiente allocazione delle risorse in un'economia di mercato. Il loro adeguamento agli shock potrebbe divenire troppo lento nel caso in cui i prezzi e i salari fossero soggetti a rigidità nominali verso il basso, ossia se vi fossero resistenze all'accettazione di diminuzioni nominali dei prezzi e dei salari. A tale proposito, si è sostenuto che un modesto livello di inflazione può in effetti "oliare" l'aggiustamento dei prezzi relativi e quindi anche dell'economia reale ai diversi shock.

Tuttavia, l'importanza nella pratica delle rigidità nominali verso il basso risulta molto incerta e l'evidenza empirica non è conclusiva, in particolare per l'area dell'euro. L'analisi è notevolmente offuscata da diversi fattori, il primo dei quali è la scarsità di evidenze dovuta alla sporadicità di protratti periodi di bassa inflazione nella maggior parte dei paesi.

Per quanto concerne il processo di fissazione dei prezzi, l'evidenza basata sulla distribuzione delle variazioni degli indici dei prezzi dell'area dell'euro indica che le diminuzioni dei prezzi nominali sono relativamente frequenti. Per quanto riguarda il processo di formazione dei salari, i risultati degli studi empirici condotti evidenziano in generale una certa concentrazione delle variazioni dei salari intorno allo zero, ma anche una proporzione consistente di lavoratori che subiscono riduzioni delle retribuzioni. Quest'ultimo fenomeno riflette probabilmente la crescente importanza delle componenti

flessibili dei salari (ad esempio, un più ampio ricorso a sistemi di compensazione basati sui risultati o la retribuzione del lavoro straordinario), che dovrebbe attenuare le eventuali rigidità nominali verso il basso. Inoltre, nella valutazione di tali rigidità si dovrebbe tenere conto dell'impatto di tassi di incremento positivi della produttività sul costo del lavoro per unità di prodotto. Una tendenza positiva della crescita della produttività permette alle imprese di ridurre il costo unitario del lavoro senza necessariamente abbassare i salari nominali. Inoltre, tali rigidità potrebbero tendere a diminuire e persino venire meno nel quadro di una transizione permanente e credibile verso un contesto di bassa inflazione.

Infine, anche se certe rigidità continuano a sussistere, il fatto di "asseccarle" con un tasso di inflazione più elevato potrebbe comportare il rischio di un ulteriore radicamento di questa indesiderabile caratteristica strutturale in alcune economie. È invece d'importanza cruciale che le riforme strutturali siano mirate ad accrescere la flessibilità dei mercati dei beni e servizi e di quelli del lavoro e a consentire che tutti i paesi dell'area dell'euro fruiscono appieno dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi.

L'insieme delle considerazioni esposte indica che non va attribuita eccessiva rilevanza alle rigidità nominali verso il basso, relativamente al loro impatto sul margine di sicurezza per tassi di inflazione tollerabili.

### **I persistenti differenziali di inflazione in un'unione monetaria**

In linea di principio, i differenziali di inflazione tra regioni sono e devono essere considerati caratteristica comune di una qualsiasi unione monetaria<sup>7)</sup> e parte integrante del meccanismo di adeguamento risultante dagli shock dal lato della domanda e dell'offerta che colpiscono le economie delle regioni. In qualsiasi area monetaria, che si tratti di un'unione o di un singolo paese, la

7) L'attuale grado di dispersione dei tassi di inflazione tra i paesi dell'area dell'euro è sostanzialmente comparabile a quello osservato tra le grandi regioni degli Stati Uniti. Cfr. il riquadro La dispersione dell'inflazione nei paesi dell'area dell'euro e nelle aree metropolitane degli Stati Uniti, nel Bollettino mensile di aprile 2003, alle pagg. 22-23.

politica monetaria non può e non deve cercare di ridurre i differenziali di inflazione tra regioni o città. A seconda dell'origine e delle cause dei differenziali di inflazione, può essere invece necessario intervenire a livello regionale per evitare che questi generino fenomeni negativi per determinate regioni.

Malgrado ciò, i differenziali di inflazione possono avere una componente strutturale in ogni unione monetaria, dovuta ad esempio a differenze del livello di reddito e a un processo di convergenza degli standard di vita. Giacché tali differenziali sono inevitabili, è stato argomentato che la politica monetaria dovrebbe mirare a conseguire nel medio periodo un tasso di inflazione per l'intera area sufficientemente elevato da evitare che le regioni con livelli di inflazione inferiori sostengano i considerevoli costi derivanti dalle rigidità nominali verso il basso, o entrino in un periodo di prolungata diminuzione dei prezzi. Nella valutazione dei persistenti differenziali di inflazione nell'area dell'euro, spesso si attribuisce notevole importanza all'ipotesi Balassa-Samuelson<sup>8)</sup>. Secondo tale ipotesi, in certe condizioni persistenti differenziali di inflazione tra due regioni possono essere causati da differenze del tasso relativo di crescita della produttività tra il settore dei beni commerciabili internazionalmente e quello dei beni non commerciabili internazionalmente di ciascuna regione. Queste differenze possono derivare da un processo di convergenza degli standard di vita all'interno dell'area dell'euro. L'effetto Balassa-Samuelson riflette quindi un "fenomeno di equilibrio" che, in linea di principio, non richiede misure correttive di politica economica.

In base agli studi empirici effettuati, la portata dell'effetto Balassa-Samuelson nell'area dell'euro, sebbene difficile da stimare con grande precisione, appare limitata. La maggior parte delle stime

empiriche indica che il tasso di inflazione medio dei paesi con livelli di inflazione inferiori è, al massimo, più basso di mezzo punto percentuale rispetto al tasso medio dell'intera area. Inoltre, la dimensione di questo effetto nelle attuali regioni dell'area dell'euro dovrebbe gradualmente diminuire nel tempo, considerato il processo di convergenza del PIL pro capite tra i paesi.

Nella prospettiva di un probabile ampliamento dell'area dell'euro, la rilevanza complessiva dell'effetto Balassa-Samuelson dovrebbe altresì rimanere limitata, dato il modesto peso relativo delle economie dei paesi in procinto di aderire all'Unione europea in rapporto all'area dell'euro allargata. Inoltre, in vista dell'adozione dell'euro, questi ultimi dovranno soddisfare i criteri di convergenza; ciò richiede loro di dimostrare di avere raggiunto un grado di convergenza sufficiente e di avere soddisfatto le condizioni necessarie a un contesto durevole di bassa inflazione prima dell'adozione dell'euro.

Infine, si ritiene estremamente improbabile che un singolo paese o una singola regione dell'area dell'euro sperimenti episodi di persistente diminuzione dei prezzi, a fronte di una stabilità nel complesso dell'area. Se tale evento dovesse verificarsi, comporterebbe significativi guadagni in termini di competitività; i conseguenti effetti positivi sulla domanda dei loro prodotti compenserebbero le spinte deflative, scongiurando in tal modo ogni attesa che tale situazione possa protrarsi nel tempo. Da questo punto di vista, un periodo di contrazione dei prezzi in un paese partecipante a un'unione monetaria dovrebbe essere considerato principalmente come un adeguamento dei prezzi relativi all'interno dell'unione. A tale proposito, la politica monetaria dovrebbe vigilare affinché non insorgano situazioni che comportano rischi di deflazione per l'area considerata nel suo insieme.

### 3 L'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi

#### Gli aspetti principali del quadro di riferimento

La BCE ha sempre chiarito che il suo approccio nell'organizzare, esaminare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si

fondava su due prospettive analitiche, definite i "due pilastri". Questo approccio opera una distinzione

8) Cfr. Balassa, B. (1964), The purchasing power parity doctrine: a reappraisal, *The Journal of Political Economy*, n. 72, dicembre, pagg. 584-596; Samuelson, P. (1964), Theoretical notes on trade problems, *Review of Economics and Statistics*, n. 46.

tra l'analisi monetaria, da un lato, e l'analisi degli altri indicatori, dall'altro, per giungere a una valutazione complessiva delle prospettive per l'andamento dei prezzi. Nell'ambito del pilastro monetario, che assegna un ruolo preminente alla moneta, è stato annunciato un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario ampio. Tale struttura a due pilastri è divenuta, insieme all'orientamento a medio termine della conduzione della politica monetaria della BCE, l'elemento distintivo della strategia. Nel corso degli anni la comprensione da parte del pubblico di questo approccio è considerevolmente migliorata.

### **La precisazione fornita l'8 maggio 2003**

L'8 maggio il Consiglio direttivo ha tuttavia deciso di chiarire alcuni aspetti dell'approccio basato sui due pilastri che negli scorsi anni hanno presentato degli elementi di complessità dal punto di vista della comunicazione. Esso ha confermato che le proprie decisioni di politica monetaria continueranno a essere fondate su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi, organizzata come in passato su due prospettive complementari riguardo al funzionamento dell'economia: i "due pilastri" della strategia di politica monetaria della BCE. Queste due prospettive sono d'ora in avanti denominate "analisi economica" e "analisi monetaria". Il Consiglio direttivo ha dichiarato che nel corso degli anni l'esame condotto nell'ambito di ciascuno dei due pilastri è stato ampliato e approfondito, sulla scorta della crescente disponibilità di dati sull'area dell'euro e dei miglioramenti apportati costantemente agli strumenti tecnici; in futuro tale esame seguirà a essere perfezionato. È stato inoltre specificato il modo in cui il Consiglio direttivo integra le indicazioni derivanti da questi due tipi di analisi complementari, al fine di pervenire a un giudizio complessivo univoco sui rischi per la stabilità dei prezzi. In particolare, l'analisi monetaria costituisce principalmente un mezzo di riscontro, in una prospettiva di medio-lungo periodo, per le indicazioni a breve e medio termine fornite dall'analisi economica.

Per conferire maggiore risalto nelle sue comunicazioni all'approccio basato sui due pilastri e

alla funzione di verifica incrociata dell'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha annunciato la decisione di modificare la struttura della dichiarazione introduttiva del Presidente per la conferenza stampa mensile della BCE. In seguito a tale modifica questa esordisce con un'analisi economica basata su un'ampia gamma di indicatori, il cui fine è individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine. La seconda parte verte sull'analisi monetaria, il cui scopo è valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, alla luce della stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. Infine, viene fornita una verifica incrociata delle informazioni derivanti da queste due prospettive complementari ed è presentata una conclusione complessiva sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta, allo scopo di sottolineare la natura di lungo periodo di tale valore come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari. Nella sezione seguente vengono espone le ragioni che sottendono a tali decisioni.

### **L'approccio fondato sui due pilastri**

Nel 1998 la strategia di politica monetaria della BCE è stata concepita in modo da assicurare che, nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, nessuna informazione venisse trascurata e che fosse accordata la dovuta attenzione a diverse prospettive analitiche. L'approccio fondato sui due pilastri è un mezzo per trasmettere al pubblico la nozione di diversificazione dell'analisi e assicurare la solidità del processo decisionale sulla scorta di prospettive differenti.

Una tesi importante a favore dell'adozione di tale approccio si richiama alla differenza degli orizzonti temporali per l'analisi della dinamica dei prezzi. Il processo di inflazione può essere scomposto sostanzialmente in due elementi, uno associato all'interazione ad alta frequenza tra i fattori di domanda e di offerta, l'altro connesso alle tendenze più lunghe e persistenti (cfr. riquadro 2). L'ultimo elemento è strettamente connesso, sul

piano empirico, al trend di crescita della moneta nel medio periodo.

L'analisi economica a breve-medio termine, incentrata sull'attività reale e sulle condizioni finanziarie, si avvale di strumenti idonei a esaminare le deviazioni di più breve periodo dell'inflazione dalla tendenza a lungo termine. Tuttavia, essa non sempre riesce a rilevare il meccanismo secondo cui i fattori monetari agiscono su orizzonti temporali estesi e quindi a determinare tali tendenze. Ai fini di politica monetaria, si avverte la necessità di tenere debitamente conto, in maniera esplicita, delle informazioni derivanti dagli andamenti monetari, che potrebbero altrimenti essere trascurate o sottovalutate. In tal senso, l'approccio a due pilastri rappresenta un impegno da parte della BCE ad assicurare che, oltre a rispondere agli andamenti economici quando si producono, essa tenga sotto costante osservazione il tasso di crescita della moneta, ossia il fattore di fondo che determina l'evoluzione dei prezzi su orizzonti temporali estesi.

Le sezioni seguenti vertono sul modo in cui le due prospettive complementari sul processo di determinazione dei prezzi, offerte dall'analisi economica e da quella monetaria, vengono integrate in un giudizio conclusivo sui rischi per la stabilità dei prezzi.

### **L'analisi economica**

L'analisi economica si incentra principalmente sull'esame degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo impliciti in tali andamenti, nella prospettiva dell'interazione tra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori su questi orizzonti temporali. A tale proposito, debita considerazione è data alla necessità di individuare la natura degli shock che colpiscono il sistema, i loro effetti sul processo di determinazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia.

Le variabili economiche e finanziarie oggetto di questa analisi comprendono, ad esempio, l'andamento del prodotto complessivo; la domanda

aggregata e le sue componenti; la politica di bilancio; la formazione e il costo del capitale; le condizioni dei mercati del lavoro; un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo; l'evoluzione del tasso di cambio, dell'economia mondiale e della bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro; i mercati finanziari e le posizioni di bilancio dei settori dell'area. L'insieme di questi fattori contribuisce alla valutazione della dinamica dell'attività reale e del probabile andamento dei prezzi sugli orizzonti più brevi.

L'analisi economica della BCE è stata notevolmente ampliata e arricchita negli ultimi anni, grazie soprattutto ai progressi realizzati nella produzione di dati finanziari e sull'economia reale per l'area dell'euro e nell'elaborazione statistica e analitica di tali informazioni. Inoltre, diversi modelli sono stati messi a punto per affinare la valutazione e la comprensione degli andamenti passati e in corso, allo scopo di rendere più affidabili le previsioni di breve periodo e supportare la regolare conduzione degli esercizi di proiezione macroeconomica per l'area dell'euro. In tale contesto, con la migliore disponibilità delle statistiche sui conti finanziari per l'area, una crescente attenzione è stata rivolta anche agli indicatori delle posizioni finanziarie e di ricchezza netta delle famiglie e delle imprese, quali determinanti nella formazione delle scelte di consumo e di investimento. Tenendo sotto osservazione il flusso di informazioni e avvalendosi di tutti gli strumenti analitici disponibili, viene condotta e continuamente aggiornata la valutazione complessiva della situazione economica e delle prospettive per l'area.

Nel quadro dell'analisi economica, le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema hanno svolto e continueranno a svolgere un ruolo importante, quale contributo alle riflessioni del Consiglio direttivo<sup>9)</sup>. Le proiezioni aiutano a strutturare e sintetizzare una grande quantità di dati economici e assicurano la coerenza tra varie fonti di evidenza. Esse rappresentano un elemento di primaria importanza nell'affinare la valutazione delle prospettive

9) *Cfr. il riquadro Il ruolo delle previsioni e delle proiezioni macroeconomiche nell'ambito del secondo pilastro, nel Bollettino mensile di novembre 2000, alle pagg. 44-46.*

economiche e delle oscillazioni dell'inflazione nel breve-medio termine intorno all'andamento tendenziale. Nonostante ciò, non sono uno strumento onnicomprensivo ai fini della conduzione della politica monetaria, poiché non includono tutte le informazioni rilevanti; in particolare, quelle fornite dagli aggregati monetari non sono facilmente integrate nel quadro di riferimento per la produzione delle proiezioni.

La BCE ha confermato che la politica monetaria non deve reagire esclusivamente a una previsione formulata su un orizzonte temporale fisso; essa deve piuttosto modulare la propria risposta in funzione della natura degli shock economici che colpiscono il sistema, della loro portata e origine e del loro potenziale di propagazione. Pertanto, i tassi d'interesse di riferimento devono evolvere in modo da far sì che il profilo futuro dell'inflazione rimanga in linea con l'obiettivo della stabilità dei prezzi nel medio termine (cfr. riquadro 1). Un'ulteriore considerazione concerne il fatto che il grado di affidabilità delle previsioni tende a diminuire notevolmente con l'ampliarsi dell'orizzonte temporale a cui esse si riferiscono. In alcune occasioni, in particolare a fronte dell'incertezza circa la sostenibilità degli andamenti dei prezzi delle attività finanziarie, può essere opportuno che la banca centrale fissi il livello dei tassi di interesse in una prospettiva che vada ben oltre i convenzionali orizzonti di previsione.

Inoltre, le previsioni si basano su modelli che, per definizione, non possono fornire una descrizione esaustiva degli eventi economici. Le indicazioni derivanti da tali procedure dipendono in genere da una serie di condizioni su cui può essere esercitato solo un controllo imperfetto. Un elemento essenziale del processo decisionale consiste quindi nel vagliare e mettere a confronto la robustezza delle informazioni provenienti da varie fonti. Per una valutazione completa della situazione economica e delle prospettive per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo deve poter disporre di una molteplicità di tecniche e simulazioni degli interventi di politica monetaria fondati su vari modelli, nonché applicare il proprio discernimento, in specie per giudicare la probabilità che si realizzino determinati ipotetici scenari. Concentrare l'attenzione esclusivamente su una previsione di inflazione non renderebbe giustizia alla complessità

intrinseca del processo decisionale, né fornirebbe uno strumento trasparente per comunicare tale complessità. Un'analisi articolata dei fattori trainanti dell'economia è quindi preferibile all'impiego di un singolo indicatore sintetico.

### **L'analisi monetaria**

Nel 1998 la BCE ha deciso di conferire alla moneta un ruolo particolare rispetto all'insieme degli indicatori fondamentali prescelti, di cui seguire ed esaminare attentamente l'evoluzione. Questa decisione si basa sul riconoscimento che la crescita della moneta e l'inflazione sono strettamente connesse nel medio e lungo periodo. Tale indiscussa relazione fornisce alla politica monetaria una solida e affidabile ancora nominale su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente adottati per formulare le previsioni di inflazione. Pertanto, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta rappresenta anche uno strumento per rafforzare l'orientamento di medio termine della strategia.

A oltre quattro anni dall'adozione di tale decisione, i fondamenti economici su cui si basa il ruolo preminente assegnato alla moneta continuano a essere solidi. Come già menzionato, il fatto che la dinamica tendenziale di più lungo periodo dell'aggregato monetario ampio serva a identificare il *trend* dell'inflazione nell'area dell'euro continua a rappresentare un risultato "robusto" degli esercizi di valutazione quantitativa condotti sia all'interno che all'esterno della BCE (cfr. riquadro 2). Inoltre, l'esperienza pratica maturata dal Consiglio direttivo va a sostegno dell'idea che prendere decisioni di politica monetaria e valutare le loro conseguenze sulla base non soltanto delle indicazioni di breve periodo derivanti dall'analisi delle condizioni economiche e finanziarie, ma anche delle considerazioni sulla moneta e sulla liquidità, consente alla banca centrale di estendere il proprio orizzonte di analisi oltre l'impatto transitorio dei vari shock e di resistere alla tentazione di intervenire con un eccesso di attivismo.

Nel corso del tempo, l'analisi della moneta è stata estesa al di là della valutazione della crescita di M3 in rapporto al suo valore di riferimento.

## Riquadro 2

### La moneta e i prezzi nel lungo periodo

La relazione di medio-lungo periodo fra moneta e inflazione nell'area dell'euro è stata al centro di una serie di studi recenti, basati su approcci tecnici diversi. In termini generali, questi studi possono essere suddivisi in tre gruppi <sup>1)</sup>.

Il primo gruppo verte sulla relazione fra la crescita della moneta e l'inflazione nella prospettiva di valutare se nell'area dell'euro il processo inflattivo sia, almeno in parte, riconducibile a fattori connessi con la dinamica della moneta. Con l'ausilio di metodologie statistiche che consentono di disaggregare le serie temporali nei contributi relativi delle componenti attive su orizzonti temporali differenti, è stato riscontrato uno stretto legame fra gli andamenti di lungo periodo delle due variabili studiate. È inoltre emerso che l'inflazione nell'area dell'euro può essere descritta mediante una relazione rappresentata dalla curva di Phillips, la quale spiega il tasso di incremento dei prezzi in funzione di indici di debolezza economica, con l'aggiunta di un termine che coglie i movimenti a bassa frequenza della moneta. Tale relazione è stata ritenuta indicativa poiché, se da un lato le oscillazioni dell'inflazione nell'area dell'euro sono sospinte da fattori associati allo stato dell'attività economica in rapporto al rispettivo potenziale di lungo periodo, dall'altro la sua media a lungo termine presenta un'elevata correlazione con la crescita della moneta. Evidenze più coerenti sull'esistenza di un nesso causale fra moneta e inflazione nell'area dell'euro su orizzonti temporali più estesi sono state rilevate utilizzando una misura dell'inflazione di fondo costruita sulla base della componente comune persistente (o "a lunga memoria") dell'inflazione e dell'eccesso di crescita della moneta nominale.

I risultati menzionati, che confermano il principio secondo cui a lungo termine la moneta incide soltanto sui prezzi e non sull'espansione del prodotto, sono stati suffragati da un secondo filone di studi, tesi a identificare le proprietà di indicatore della moneta per quanto concerne la futura evoluzione dei prezzi. Da questo punto di vista, sembrano esservi evidenze convincenti del fatto che la dinamica degli aggregati monetari ampi sia di ausilio nella previsione degli andamenti dell'inflazione, in particolare su orizzonti superiori a due anni. Contestualmente, vari indicatori monetari sono in grado di fornire, in via indiretta, informazioni circa i rischi per la stabilità dei prezzi attraverso il loro impatto su variabili economiche diverse dai prezzi stessi, che nel tempo possono influenzare la determinazione di questi ultimi. Gli aggregati monetari ristretti possiedono, ad esempio, proprietà di indicatore anticipatore per quanto riguarda le condizioni di domanda e quindi gli andamenti ciclici. Inoltre, tassi di incremento della moneta e del credito superiori a quelli sufficienti a sostenere l'espansione dell'economia a ritmi non inflazionistici possono segnalare, in determinate circostanze, il prodursi di squilibri o di bolle speculative nei mercati finanziari. Simili informazioni possono indicare, a uno stadio iniziale, l'accumularsi di forze destabilizzanti con implicazioni avverse per l'attività e, nel medio periodo, per i prezzi.

Un terzo filone di studi si è incentrato sulla conduzione di indagini empiriche basate su modelli della domanda di moneta. Questi ultimi consentono di quantificare la misura in cui la domanda di moneta reale è influenzata dalle sue determinanti fondamentali, fra cui figurano, in particolare, il PIL in termini reali e misure del costo opportunità di detenere moneta. Nel contempo, tali modelli possono essere utilizzati per isolare l'impatto quantitativo degli shock transitori riguardanti la preferenza per la liquidità e i temporanei elementi di instabilità nei meccanismi attraverso cui gli operatori adeguano i quantitativi di moneta detenuti alle condizioni di equilibrio definite dalle determinanti fondamentali. La stabilità a lungo termine della relazione fra i saldi monetari reali e le loro determinanti fondamentali di lungo periodo nell'area dell'euro è stata interpretata come una conferma dell'esistenza di una stabile relazione fra saldi monetari nominali e prezzi in un orizzonte a medio-lungo termine. Essa è stata inoltre ritenuta uno dei presupposti per l'annuncio di un tasso di riferimento per la crescita di M3.

1) *Cfr. per riferimenti specifici il documento Sintesi degli studi svolti ai fini della riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE, i contributi in esso citati e le altre pubblicazioni attinenti, reperibili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm>).*

L'assetto dell'analisi monetaria si fonda sulle competenze della BCE riguardo alle caratteristiche istituzionali del settore finanziario e monetario. Nel tenere sotto osservazione le condizioni monetarie nell'area dell'euro, la BCE si avvale di una serie di modelli "in scala ridotta" di domanda di moneta e di indicatori monetari elaborati e pubblicati dagli esperti della BCE e da esponenti del mondo accademico. L'analisi monetaria comprende una valutazione completa delle condizioni di liquidità, che si basa sulle informazioni desunte dalle componenti e dalle contropartite di M3, in particolare dai prestiti al settore privato, e da diversi indicatori di *gap* monetario e di eccesso di liquidità. Un'analisi dettagliata della struttura della crescita di M3 contribuisce a ricavare dagli andamenti monetari un segnale rilevante per individuare il *trend* di più lungo periodo dell'inflazione. In tale contesto, le componenti più liquide di M3, ossia l'aggregato M1, ricevono particolare attenzione poiché riflettono meglio la finalità transattiva della moneta e, pertanto, sono più strettamente collegate alla spesa aggregata. Nel contempo, acquisire una comprensione completa dell'interdipendenza tra M3 e le sue contropartite nel bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è funzionale al discernere se le variazioni osservate nella crescita della moneta sono riconducibili a riallocazioni di portafoglio che, a loro volta, possono o meno comportare implicazioni per l'andamento tendenziale dei prezzi. L'analisi delle posizioni di bilancio del settore non finanziario, che contengono anche informazioni sulle attività detenute da soggetti diversi dalle IFM, si è rivelata particolarmente importante nell'individuare tali riallocazioni, che hanno inciso sugli andamenti monetari dalla metà del 2001.

Il valore di riferimento per la crescita di M3 indicato dalla BCE costituisce un *benchmark* per l'analisi del contenuto informativo degli andamenti monetari. In tal senso, esso ha rappresentato altresì uno strumento per la costruzione di indici quantitativi degli squilibri monetari di più lungo periodo, quali le misure del *gap* monetario, dimostratesi utili per la conduzione di un'analisi monetaria completa e orientata al medio termine. La BCE ha sempre rimarcato il fatto che, data la natura di medio-lungo termine della prospettiva monetaria, non vi è un legame diretto tra gli

andamenti della moneta nel breve periodo e le decisioni di politica monetaria. Pertanto quest'ultima non reagisce automaticamente alle deviazioni della crescita di M3 dal valore di riferimento. Tale valore svolge piuttosto un ruolo importante quale *benchmark* quantitativo di medio-lungo periodo per la valutazione degli andamenti monetari. Esso rammenta costantemente alla banca centrale il principio fondamentale che nel rispondere agli andamenti economici non si deve mai perdere di vista il fatto che su orizzonti temporali sufficientemente estesi il tasso di crescita della moneta deve essere coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Come è stato osservato, il Consiglio direttivo ha deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per M3. Finora esso ha effettuato al termine di ogni anno un riesame delle ipotesi relative al *trend* di crescita del prodotto potenziale nel medio termine e alla velocità di circolazione di M3 sottostante alla derivazione del valore di riferimento. Tuttavia, le ipotesi sulle tendenze di medio periodo non dovrebbero essere soggette a frequenti variazioni. Pertanto, la decisione di abbandonare questo esercizio annuale di revisione è maggiormente in linea con la natura di medio termine delle ipotesi che sottendono al calcolo del valore di riferimento. Inoltre, essa contribuisce a eliminare l'errata percezione, riscontrata occasionalmente, secondo la quale la prassi seguita sinora implicherebbe che il valore di riferimento sia specificatamente valido per l'anno successivo, come se si trattasse di un obiettivo. Il Consiglio direttivo, tuttavia, terrà sotto costante osservazione la validità delle condizioni e delle ipotesi sottostanti al valore di riferimento e comunicherà le eventuali modifiche di tali ipotesi, quando esse si dovessero rendere necessarie.

Una delle condizioni per fissare il valore di riferimento per la crescita di M3 è la stabilità di lungo periodo della domanda di moneta. Se da un lato, a partire dalla metà del 2001, M3 ha registrato una crescita sensibilmente più elevata rispetto a quanto implicato dai modelli di domanda di moneta disponibili<sup>10)</sup>, dall'altro non

10) Cfr. il riquadro Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni, nel Bollettino mensile di maggio 2003, alle pagg. 11-14.

si dispone a tutt'oggi di evidenze convincenti che questi andamenti possano avere alterato la relazione di lungo periodo tra la moneta e le sue determinanti.

I recenti andamenti della domanda di M3 sono riconducibili alla maggiore preferenza degli operatori per strumenti liquidi, indotta da una fase eccezionalmente prolungata di volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. Tale fenomeno avrebbe determinato riallocazioni di portafoglio dalle attività meno liquide (e più rischiose) agli strumenti inclusi in M3, percepiti come una più sicura riserva di valore. Tuttavia, si tratta probabilmente di un fenomeno temporaneo, poiché vi sono scarse evidenze di cambiamenti strutturali dell'economia dell'area tali da lasciar supporre che l'appetibilità relativa degli strumenti compresi in M3 rispetto ad altre attività finanziarie si sia modificata in modo sostanziale negli ultimi anni. Storicamente, le fasi più prolungate di instabilità della domanda di moneta sono da ricondurre principalmente a innovazioni finanziarie o a variazioni dell'imposizione fiscale che hanno influito sul costo opportunità di detenere attività monetarie. Tuttavia, in tempi recenti nessuno di questi fattori ha evidenziato mutamenti tali da giustificare attese di una perdurante instabilità della domanda di moneta nell'area dell'euro.

In prospettiva, vi sono due aspetti che occorrerà seguire da vicino: in primo luogo la durata dell'attuale periodo di volatilità nei mercati finanziari e, in secondo luogo, i cambiamenti strutturali che in futuro potrebbero interessare tali mercati, nonché la composizione della ricchezza a seguito della crescente complessità delle decisioni di investimento privato. Queste due fonti di incertezza rendono necessario che vengano tenute sotto attenta osservazione le proprietà di stabilità della domanda di moneta e che sia assicurata la definizione appropriata dell'aggregato monetario ampio. Ciò richiede, a sua volta, l'impiego sia di opportuni strumenti statistici, atti a rilevare e modellizzare questi andamenti, sia delle approfondite conoscenze dell'Eurosistema riguardo alle caratteristiche istituzionali del settore finanziario e monetario dell'area dell'euro.

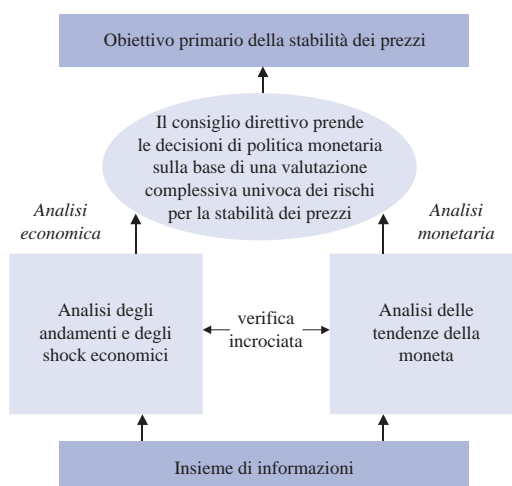
### La verifica incrociata

Ai fini della valutazione delle indicazioni circa l'orientamento adeguato di politica monetaria, l'approccio fondato sui due pilastri consente una verifica incrociata delle informazioni derivanti dall'analisi economica a breve termine e di quelle provenienti dall'analisi monetaria, incentrata principalmente sulle determinanti dell'inflazione di medio-lungo periodo. Come osservato in precedenza, la verifica incrociata assicura che la politica monetaria mantenga un saldo orientamento di medio periodo oltre il convenzionale orizzonte di proiezione, contribuendo a scoraggiare un eccessivo attivismo di politica monetaria e tentativi eccessivamente ambiziosi di "regolazione puntuale" degli andamenti economici.

La struttura a due pilastri non implica una separazione del complesso delle informazioni, né opera una rigida assegnazione degli indicatori a ciascuno di essi. Come in passato, si sfrutteranno tutte le relazioni di complementarità tra le variabili informative considerate nel quadro dei due pilastri; ciò rappresenta infatti il modo migliore per assicurare che tutte le indicazioni rilevanti ai fini della valutazione delle prospettive per gli andamenti dei prezzi vengano utilizzate in modo coerente ed efficace, agevolando in tal modo il processo decisionale e le comunicazioni al riguardo (cfr. figura 2).

**Figura 2**

### La strategia di politica monetaria della BCE orientata alla stabilità



## 4 Conclusioni

Con l'annuncio dell'8 maggio 2003, il Consiglio direttivo ha confermato e precisato la strategia di politica monetaria della BCE. A tale proposito, la dichiarazione che la politica monetaria si prefigge di mantenere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo riflette piena continuità con la politica monetaria condotta gli anni scorsi. Nel contempo, le modifiche apportate alla presentazione dell'assetto analitico articolato nei due pilastri sono intese a illustrare in modo più

chiaro al pubblico la conduzione della politica monetaria e contribuiscono a eliminare qualsiasi incertezza residua nella comprensione di questo aspetto del quadro analitico.

Attraverso la decisione di riconfermare e chiarire gli elementi principali della sua politica monetaria orientata alla stabilità, la BCE ha inoltre assicurato che la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro sia mantenuta in maniera credibile e duratura.