

# La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro

*Il meccanismo di trasmissione monetaria è costituito dai diversi canali attraverso cui le azioni di politica monetaria influenzano l'economia e in particolare il livello dei prezzi. Una buona comprensione del meccanismo di trasmissione rappresenta un presupposto importante per l'adozione di una politica monetaria appropriata, in quanto consente di valutare la portata e i tempi delle decisioni adeguate per il mantenimento della stabilità dei prezzi.*

*Questo articolo passa in rassegna gli aspetti principali del meccanismo di trasmissione della politica monetaria dell'area dell'euro. La conoscenza dei diversi canali di trasmissione è in ogni caso necessariamente limitata, poiché la simultaneità degli shock, il mutamento tecnologico e strutturale e gli effetti dei provvedimenti di politica rendono assai difficile una valutazione precisa degli effetti della politica monetaria. Inoltre, l'introduzione nell'area dell'euro di un nuovo regime di politica economica potrebbe aver modificato, e continuare a modificare, alcune relazioni economiche e in numerosi settori un quadro statistico ed econometrico per l'analisi economica dell'area dell'euro nella sua totalità è ancora in fase di sviluppo. In un tale contesto, è importante non affidarsi troppo ad un unico paradigma, ma adottare un'impostazione analitica aperta e flessibile. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che assegna un ruolo di primo piano alla moneta e comprende una valutazione di ampio respiro delle prospettive per la dinamica dei prezzi e dei rischi per la loro stabilità, è concepita tenendo presenti queste caratteristiche. Inoltre, il considerevole grado di incertezza riguardo all'intensità e ai tempi degli effetti delle azioni di politica monetaria sconsiglia un approccio di tipo eccessivamente attivista, finalizzato al fine-tuning della dinamica dei prezzi.*

*Di norma, si considerano due fasi del meccanismo di trasmissione: nella prima, le variazioni delle condizioni del mercato monetario influenzano quelle del mercato finanziario, riflettendosi nei prezzi delle attività e nelle condizioni generali di liquidità e di credito; nella seconda, tali variazioni delle condizioni del mercato finanziario influenzano la spesa e i prezzi. Questo articolo illustra come i tempi e l'importanza dei diversi canali in ciascuna delle due fasi dipendano dalla struttura economica e finanziaria dell'area dell'euro e mette in risalto l'importanza del ruolo svolto dalle aspettative di inflazione nel determinare i tempi e le dimensioni degli effetti della politica monetaria.*

## I Introduzione

L'obiettivo principale della politica monetaria dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Le decisioni di politica monetaria si trasmettono attraverso l'economia in una varietà di modi, che hanno tutti un effetto indiretto sull'evoluzione dei prezzi di beni e servizi. "Meccanismo di trasmissione monetaria" è il termine usato per indicare la combinazione di diversi canali attraverso cui, spesso dopo intervalli di tempo lunghi, variabili e non completamente prevedibili, la politica monetaria influenza la produzione e i prezzi.

Il funzionamento del meccanismo di trasmissione si articola sostanzialmente in due fasi principali: nella prima, le variazioni del tasso di interesse di riferimento o della base monetaria determinano variazioni nelle condizioni del mercato finanziario, riflettendosi sui tassi di interesse di mercato, sui prezzi delle attività, sul tasso

di cambio e sulle condizioni generali di liquidità e di credito dell'economia; nella seconda, le variazioni delle condizioni del mercato finanziario determinano variazioni della spesa nominale per beni e servizi da parte delle famiglie e delle imprese. Anche se nel lungo termine queste variazioni nominali non influenzeranno il settore reale dell'economia ma soltanto il livello generale dei prezzi, nel breve termine esse possono avere un impatto sull'attività economica, in relazione al grado di rigidità dei prezzi e più in generale alla flessibilità dell'economia. Vi sono inoltre canali di trasmissione più diretti, il più importante dei quali è rappresentato dagli effetti delle azioni di politica monetaria sulle aspettative di inflazione, che possono direttamente influenzare la determinazione dei prezzi.

L'analisi e l'osservazione sistematica dei diversi canali di trasmissione degli impulsi di politica

monetaria sono rese complesse da due fattori. In primo luogo, la dinamica della trasmissione della politica monetaria è in continua evoluzione in risposta alle variazioni dei comportamenti economici e della struttura istituzionale. Al momento questo sembra essere il caso dell'area dell'euro, per effetto del cambiamento strutturale in atto, specie nel settore finanziario, in parte dovuto all'introduzione dell'euro e all'adozione della politica monetaria unica. Inoltre altre forze, quali il cambiamento tecnologico o le variazioni demografiche, possono alterare in misura significativa le modalità di funzionamento dell'economia. Il meccanismo di trasmissione è quindi circondato da un notevole grado d'incertezza.

In secondo luogo, va tenuto presente che la politica monetaria non agisce isolatamente. La dinamica di breve periodo dei prezzi nell'area dell'euro è influenzata da una serie di fattori interni ed esterni non legati alla politica monetaria. Ad esempio, il rapido rincaro del petrolio nella seconda metà del 1999 e nei primi mesi del 2000 ha esercitato una considerevole influenza sull'inflazione, misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). La banca centrale deve separare gli effetti di questi shock da altri fattori e dall'impatto della propria politica. La simultaneità degli shock esterni, il cambiamento tecnologico e strutturale e la trasmissione delle variazioni della politica monetaria fanno sì che per la banca centrale sia difficile identificare con precisione gli effetti delle proprie azioni.

Una migliore comprensione dei diversi processi di trasmissione può aiutare a migliorare la conduzione della politica monetaria sotto molti

punti di vista. In primo luogo, a causa dei ritardi che caratterizzano il meccanismo di trasmissione, la politica monetaria deve essere orientata al futuro. Questo orientamento viene posto in risalto nell'ambito della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. ad esempio l'articolo *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità* nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino). La conoscenza dei ritardi e della efficacia del meccanismo di trasmissione consente di stimare i tempi e la portata delle decisioni sul tasso di interesse da adottare per tenere a freno i futuri aumenti dei prezzi ed è inoltre necessaria per valutare la misura in cui devono ancora finire di esplicitarsi gli effetti delle precedenti decisioni di politica monetaria.

Inoltre, una migliore comprensione dei diversi canali di trasmissione, anche se necessariamente incompleta, agevola la valutazione degli indicatori più utili per l'esame dell'orientamento della politica monetaria. Le notevoli dimensioni e la relativa chiusura dell'economia dell'area dell'euro comportano ad esempio che il canale del tasso di cambio sia probabilmente meno rilevante nell'ambito del meccanismo di trasmissione rispetto al ruolo che esso svolge in economie di minori dimensioni, per le quali il commercio estero è più importante. Per contro, le indicazioni secondo cui gli andamenti degli aggregati monetari ampi possiedono proprietà previsive significative per l'inflazione futura suggeriscono che la moneta svolge un ruolo nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria nell'area dell'euro. Queste indicazioni sono state importanti ai fini della definizione della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema.

## **2 L'inflazione come fenomeno monetario: il ruolo della moneta e del credito**

Il punto di vista generalmente condiviso è che, in definitiva, l'inflazione è un fenomeno monetario. Un aumento o un calo consistente dell'inflazione non può avvenire senza essere causato o agevolato da variazioni del tasso di crescita della moneta. La relazione di lungo periodo fra la moneta e i prezzi caratterizza praticamente tutti i modelli teorici ed è empiricamente rilevante in numerose dimensioni: fra paesi, nel tempo,

attraverso regimi monetari e per diversi aggregati monetari.

La relazione tra la moneta, il livello dei prezzi e la produzione può essere facilmente analizzata mediante la cosiddetta equazione quantitativa, che mette in relazione la quantità di moneta e i prezzi, il prodotto e la velocità di circolazione della moneta (il reciproco del rapporto tra la

moneta e il reddito nominale). Nel lungo periodo, le tendenze della velocità di circolazione e del prodotto sono indipendenti dal tasso di crescita della moneta. Di conseguenza, una crescita monetaria eccessiva e persistente tende ad essere associata a un'inflazione persistente. L'equazione quantitativa sta alla base del calcolo del valore di riferimento dell'Eurosistema per la crescita di M3 (per ulteriori informazioni cfr. l'articolo *Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema* nel numero di febbraio 1999 di questo Bollettino). La figura 1 illustra la stretta correlazione tra gli andamenti tendenziali del tasso di crescita della moneta e del tasso di inflazione nell'area dell'euro.

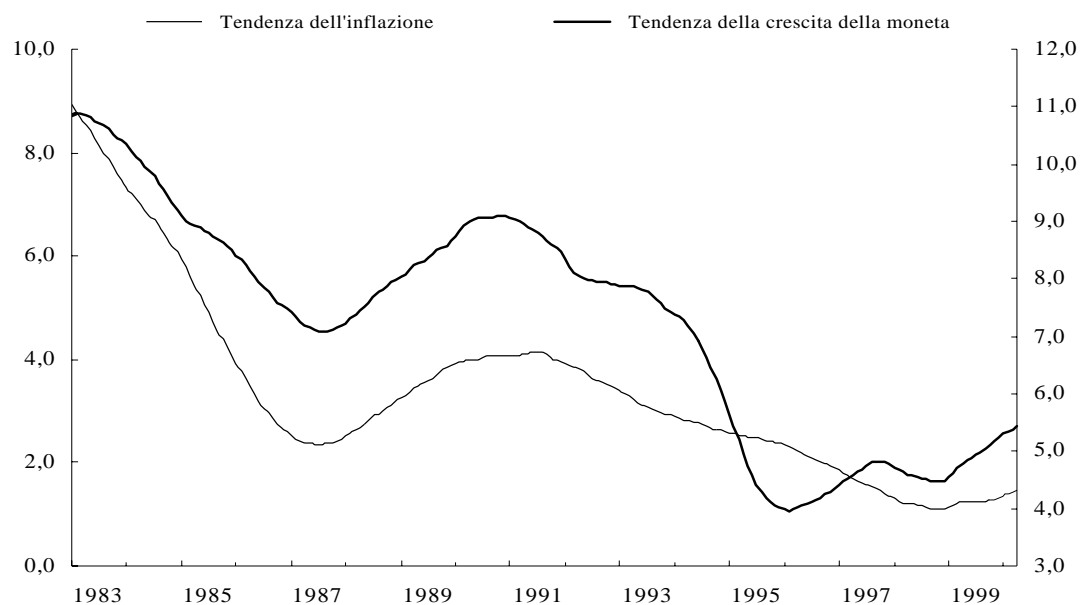
Chiaramente, nel breve-medio termine l'utilità della moneta come indicatore delle pressioni inflazionistiche dipende dalla prevedibilità della velocità di circolazione della moneta o, in altre parole, dalla stabilità delle funzioni di domanda di moneta stimate. Le formulazioni standard della domanda di moneta mettono in relazione gli aggregati monetari con il prodotto, il livello dei

prezzi e altre variabili macroeconomiche, quali i tassi di interesse nominali. Anche se si dovrebbe essere consapevoli delle incertezze legate al cambiamento di regime monetario, l'evidenza disponibile suggerisce che nell'area dell'euro esiste una funzione di domanda di moneta stabile. Inoltre, gli scostamenti dei quantitativi di moneta effettivamente detenuti rispetto ai livelli previsti da tali funzioni sembrano anticipare futuri aumenti dei prezzi, risultando talvolta più efficaci di indicatori più tradizionali quali le varie misure del differenziale fra il prodotto effettivo e quello potenziale, in particolare su orizzonti temporali più lunghi.

Come già accennato, la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia dipende da una complessa combinazione di diversi canali che spesso si intrecciano, mediante i quali sia i prezzi che le quantità sono soggetti ad aggiustamenti. Il ruolo preciso della moneta e del credito nell'ambito di questi processi di trasmissione è ancora al centro di un intenso dibattito. Alcuni economisti escludono che la moneta svolga un ruolo attivo: essi ritengono

**Figura 1**  
**Andamento tendenziale del tasso di crescita della moneta e dell'inflazione nell'area dell'euro**

(dati mensili)



Nota: La tendenza della crescita della moneta è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi di M3. La tendenza dell'inflazione è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi dei prezzi al consumo (IPC fino a gennaio del 1996, IACP successivamente).

che la trasmissione degli impulsi monetari avvenga principalmente attraverso i tassi di interesse e i prezzi di altre attività finanziarie e il loro effetto sulla spesa e sull'inflazione. La moneta e il credito svolgerebbero quindi soltanto un ruolo passivo nel momento in cui le banche effettuano un'espansione o una contrazione delle proprie attività e passività per adeguarsi alle variazioni della domanda. Secondo questo punto di vista, gli indicatori monetari e creditizi sarebbero utili soltanto come variabili informative, cioè nella misura in cui forniscono informazioni anticipate sulle variazioni della spesa nominale, ad esempio, poiché si rendono disponibili prima. Altri economisti ritengono invece che il processo di creazione della moneta e del credito, che inizia dalla base monetaria (comprendente il circolante e i depositi delle istituzioni finanziarie presso la banca centrale), svolga un ruolo causale attivo nella trasmissione degli impulsi monetari. Secondo questo punto di vista, un'eccessiva creazione di moneta non sarebbe immediatamente riassorbita attraverso le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e potrebbe

influenzare direttamente la spesa poiché le banche, i consumatori e le imprese effettuano gradualmente una ricomposizione dei propri bilanci per arrivare a detenere i quantitativi di moneta desiderati.

Alla luce dell'evidenza empirica esistente, l'idea che la creazione di moneta svolga un ruolo attivo nel processo di trasmissione non può essere né data per scontata né facilmente scartata. D'altro canto, è difficile trovare un ruolo strutturale per la moneta nei modelli macroeconomici più tradizionali in cui le tensioni sui prezzi e le pressioni salariali scaturiscono principalmente da squilibri nei mercati dei beni e del lavoro. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che attribuisce un ruolo di primo piano alla moneta e comprende una valutazione di ampio respiro delle prospettive per la futura dinamica dei prezzi, garantisce che si tenga conto di entrambi i paradigmi, affrontando nel contempo alcune delle fondamentali incertezze riguardo alla trasmissione della politica monetaria.

### **3 L'importanza delle aspettative e della strategia orientata alla stabilità**

Quando si analizza il meccanismo di trasmissione monetaria, l'importanza attribuita alla formazione delle aspettative da parte dei diversi operatori economici non è mai eccessiva. Il ruolo delle aspettative si desume dalla loro influenza sul comportamento effettivo degli agenti. In genere, le famiglie e le imprese devono prendere decisioni che avranno conseguenze nel futuro. Le famiglie decidono ad esempio l'ammontare dei consumi e quello del risparmio, e in questo modo determinano le proprie possibilità di consumo future. Le imprese devono decidere in merito agli investimenti, e in questo modo determinano la propria capacità produttiva futura. I lavoratori o i loro rappresentanti contrattano con le imprese i salari futuri, e in questo modo determinano i redditi e i costi futuri. Pertanto, in generale gli operatori del mercato decideranno la direzione e la portata delle proprie azioni con lungimiranza, tenendo conto delle proprie aspettative riguardo ai futuri aumenti dei prezzi e all'andamento economico complessivo.

Il ruolo chiave delle aspettative nel funzionamento dell'economia ha una serie di implicazioni significative per il meccanismo di trasmissione monetaria e la conduzione della politica monetaria in generale. In primo luogo, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che mette al centro la stabilità dei prezzi nel medio termine, svolge un ruolo importante nell'ancorare le aspettative di inflazione su livelli moderati. Le variazioni delle aspettative di inflazione possono infatti avere un notevole impatto sui futuri aumenti dei prezzi esercitando un'influenza diretta sulla determinazione di questi ultimi. Esse svolgono ad esempio un ruolo importante nei mercati del lavoro in cui le contrattazioni salariali vengono effettuate tenendo conto degli sviluppi che ci si attendono per il futuro, come avviene abbastanza comunemente nell'area dell'euro. Nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, la precisa definizione della stabilità dei prezzi è un elemento chiave in quanto guida gli operatori nell'adozione di decisioni lungimiranti basate su aspettative di stabilità dei prezzi.

In secondo luogo, gli effetti di una variazione dei tassi di interesse della BCE sui mercati finanziari e sull'intera economia dipenderanno dal fatto che tale intervento sia anticipato o meno e, più in generale, dalla maniera in cui esso influenzerà le aspettative riguardo alle future decisioni sui tassi di interesse e ai futuri livelli di produzione e inflazione. Il fatto che sia generalmente difficile misurare le aspettative o, ancora di più, prevedere come risponderanno all'arrivo di nuove informazioni, aggiunge un ulteriore elemento di incertezza alla valutazione del meccanismo di trasmissione.

In terzo luogo, il ruolo chiave delle aspettative comporta che, oltre all'entità delle misure di politica monetaria o al momento in cui esse vengono attuate, il contesto in cui si collocano sia importante per spiegarne gli effetti. Anche in questo caso, il ruolo della strategia di politica monetaria

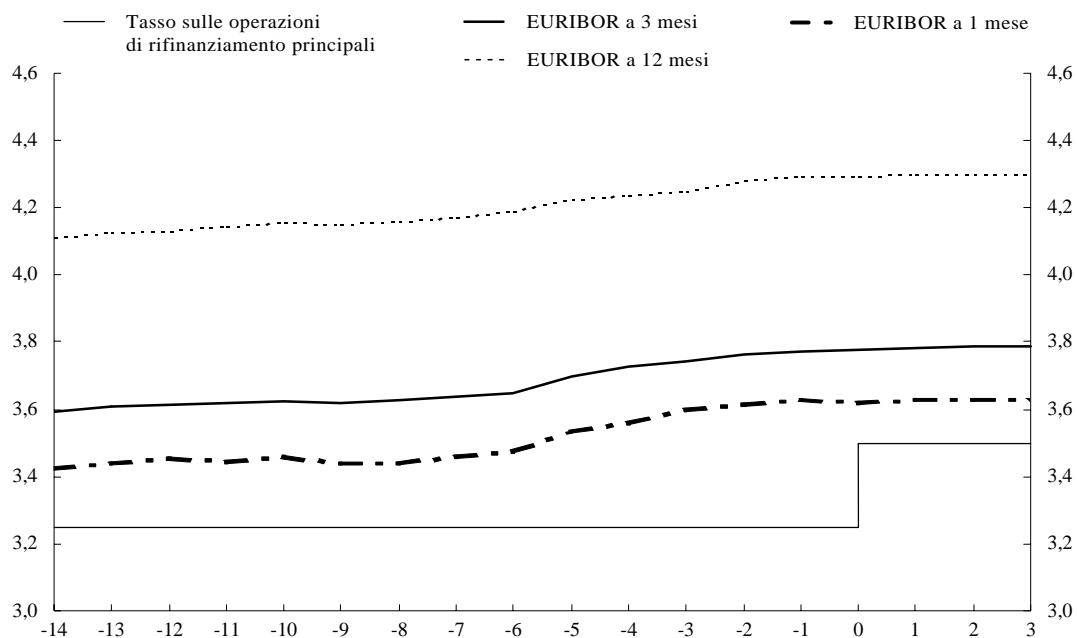
dell'Eurosistema, e la sua credibilità, nel guidare le aspettative può essere considerato parte integrante del più ampio processo di trasmissione della politica monetaria. Quando i mercati finanziari e, più in generale, gli operatori del mercato avranno compreso gli obiettivi della politica monetaria e la maniera in cui i tassi di interesse vengono fissati per il loro conseguimento, essi anticiperanno in linea di massima gli interventi di politica monetaria e agevoleranno in questo modo il compito della banca centrale. I mercati obbligazionari, ad esempio, anticiperanno automaticamente l'aumento dei tassi di riferimento, in termini nominali e reali, quando registreranno segnali di pressioni inflazionistiche. Il conseguente aumento dei tassi di interesse di mercato a breve-medio termine avrà un impatto restrittivo sull'economia e aiuterà quindi la banca centrale a mantenere la stabilità dei prezzi.

#### **4 Dalle variazioni del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali alle variazioni delle condizioni del mercato finanziario e del mercato delle attività**

La catena causale del meccanismo di trasmissione monetaria dell'area dell'euro ha inizio con la variazione dei tassi di interesse della BCE (tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti) e con le conseguenti variazioni delle condizioni del mercato monetario. Gli altri tassi di interesse, il tasso di cambio e i prezzi delle attività si adegueranno alle nuove condizioni del mercato monetario con ritardi variabili. Si potranno inoltre verificare eventuali adeguamenti delle condizioni non di prezzo, quali la disponibilità di credito nei relativi mercati. L'entità, la direzione e i tempi di queste variazioni dipenderanno in generale dalla struttura dei mercati finanziari e dalle caratteristiche economiche degli operatori del mercato. In particolare, il livello di concorrenza, la liquidità dei mercati e il margine di arbitraggio fra diversi strumenti finanziari avranno un effetto diretto sui collegamenti del mercato finanziario e del mercato delle attività.

Prima di approfondire il discorso su queste variazioni delle condizioni del mercato finanziario indotte da misure di politica monetaria, vale la pena richiamare ancora una volta l'attenzione su

due sfide che qualsiasi analisi empirica di questi canali di trasmissione dovrà affrontare. In primo luogo, le variazioni delle condizioni del mercato finanziario in parte anticiperanno, anziché seguire con un certo ritardo, le decisioni di politica monetaria quando queste ultime sono ampiamente previste. A titolo esemplificativo, la figura 2 mostra l'evoluzione media dei tassi di interesse di mercato a breve termine prima degli interventi decisi dal Consiglio direttivo della BCE il 3 febbraio, il 16 marzo e il 27 aprile 2000, quando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato innalzato ogni volta di 25 punti base. Si può osservare che i tassi di mercato hanno iniziato a portarsi sui nuovi livelli diversi giorni prima della data di variazione del tasso di interesse di riferimento e non sono praticamente mutati al momento del cambiamento. Ciò indica che i mercati hanno ampiamente anticipato le variazioni del tasso di riferimento e che pertanto i tassi di interesse sono aumentati prima anziché dopo l'intervento. In secondo luogo, nell'ambito di una strategia di politica monetaria orientata alla stabilità, le misure di politica monetaria saranno normalmente prese in risposta ad andamenti economici comportanti rischi per la stabilità

**Figura 2****Andamento medio dei tassi d'interesse prima e dopo le decisioni della BCE***(dati giornalieri)*

Fonte: BCE.

Nota: il giorno 0 è il giorno dell'aumento di 25 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

I tassi di interesse sono medie dei tassi rilevati da 14 giorni prima a 3 giorni dopo le decisioni di politica monetaria del 3 febbraio, 16 marzo e 27 aprile del 2000.

dei prezzi. Naturalmente, i mercati finanziari saranno anche influenzati da questi shock economici. È spesso estremamente difficile separare gli effetti di un'azione di politica monetaria dagli effetti diretti di questi shock sui mercati finanziari e sull'economia in generale.

In seguito a una variazione delle condizioni del mercato monetario, le opportunità di arbitraggio determinano di solito rapidi adeguamenti degli altri prezzi dei mercati finanziari e delle attività. Tuttavia, per l'importante ruolo svolto dalle aspettative, l'entità e persino il segno di questi effetti dopo l'intervento sui tassi di interesse non sono privi di ambiguità.

La teoria delle aspettative della struttura a termine dei tassi di interesse parte ad esempio dal presupposto che i tassi di interesse nominali a più lungo termine dovrebbero essere pari approssimativamente alla media dei tassi a breve termine correnti e di quelli futuri attesi per la durata dell'investimento a più lungo termine. La maniera in cui una variazione inaspettata dei tassi

a breve termine correnti influenza i tassi a più lungo termine dipende pertanto dal suo impatto sull'andamento futuro atteso del tasso nominale a breve termine. Quando ci si aspetta che la variazione persista, in generale anche i tassi a più lungo termine varieranno nella stessa direzione. Per contro, quando ci si aspetta una rapida inversione di tendenza della variazione, i tassi a più lungo termine potrebbero non essere influenzati in misura particolarmente consistente, o potrebbero persino scendere se l'azione di politica monetaria determina una diminuzione delle aspettative di inflazione. L'andamento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro dall'inizio del 1999 ha subito notevoli variazioni per effetto delle revisioni dell'evoluzione futura attesa dei tassi di interesse a breve termine (cfr. l'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino).

Uno dei fattori alla base delle revisioni delle aspettative dopo l'adozione di misure di politica monetaria è proprio la credibilità di quest'ultima.

Se si ritiene che la banca centrale agisca tempestivamente per il mantenimento della stabilità dei prezzi, le aspettative di inflazione e quindi i tassi di interesse nominali futuri attesi potrebbero non essere particolarmente influenzati. Di conseguenza, i tassi di interesse a lungo termine si manterranno relativamente stabili. In effetti, nei paesi caratterizzati da un'inflazione stabilmente bassa la sensibilità delle variazioni dei tassi a lungo termine a un cambiamento inaspettato del tasso di riferimento è generalmente risultata inferiore rispetto a quella osservata nei paesi con un'inflazione elevata e variabile. Inoltre, i tassi di interesse a più lungo termine possono anche incorporare altri fattori, quali premi di liquidità o per il rischio di inflazione, che possono mutare nel tempo e in risposta alle variazioni della politica monetaria.

Un'altra condizione di arbitraggio, quella della parità scoperta d'interesse, presuppone una connessione tra i differenziali tra i tassi di interesse nominali in diverse valute e il loro tasso di cambio nominale. Questa condizione implica che il differenziale tra il tasso di interesse interno e quello estero è all'incirca pari al deprezzamento atteso del tasso di cambio durante il periodo di detenzione; l'investitore dovrebbe cioè aspettarsi di ottenere lo stesso rendimento sul capitale investito in diverse valute. Anche in questo caso si può prevedere che la relazione si realizzi soltanto in maniera approssimativa, poiché i premi per il rischio di cambio, di liquidità e di altra natura possono creare uno scarto rispetto ai rendimenti attesi. Nella pratica, l'evidenza empirica non sostiene in modo significativo l'ipotesi della parità scoperta d'interesse quando questa è sottoposta a verifica congiuntamente con quella delle aspettative razionali nel mercato dei cambi. Di norma, l'impatto effettivo delle variazioni dei tassi di interesse a breve termine sul tasso di cambio dipende dalla maniera in cui sono influenzate le aspettative riguardo alle variazioni future dei tassi di interesse e altre variabili economiche.

Infine, le variazioni dei tassi di interesse di mercato potrebbero influire anche sul valore di mercato dei valori mobiliari e delle attività reali, quali azioni, titoli e beni immobili. Le condizioni di arbitraggio equiparano il valore delle

attività mobiliari e reali ai loro rendimenti futuri attualizzati. Il prezzo di un'azione può essere, ad esempio, interpretato come il valore attuale dei dividendi futuri, che a loro volta dipendono dai futuri profitti dell'impresa. Di conseguenza, un aumento dei tassi di interesse potrebbe ripercuotersi sui prezzi delle attività attraverso due diversi canali. Il primo si basa sul tasso di sconto intertemporale: all'aumentare dei tassi di interesse, ai flussi monetari futuri si applica un tasso di sconto più elevato, che fa diminuire il valore attuale. Il secondo si basa invece sull'effetto dell'aumento dei tassi di interesse sugli utili futuri. Questo canale risulta particolarmente rilevante per le azioni: un aumento dei tassi di interesse fa salire i costi finanziari delle imprese e può avere un impatto negativo sulla domanda dei loro prodotti. Ciò determina di norma un calo dei profitti, che a sua volta si ripercuoterà negativamente anche sui corsi azionari. Se poi la diminuzione dei profitti è associata a un maggiore rischio di mancato pagamento, anche i premi per il rischio sui titoli potrebbero aumentare. Tuttavia, come sopra illustrato, un incremento dei tassi di riferimento può anche contribuire alla diminuzione dei premi per il rischio di inflazione e dei tassi di interesse a più lungo termine, che potrebbe avere un effetto positivo sul valore di mercato dei valori mobiliari e delle attività.

#### **La trasmissione attraverso il settore bancario**

I tassi di interesse di mercato finiscono anche per influenzare tutto il ventaglio dei tassi di interesse al dettaglio nei mercati del credito e dei depositi. Questi tassi rappresentano i prezzi dell'allocazione intertemporale delle risorse per numerosi agenti economici. Nell'area dell'euro gran parte dell'indebitamento degli operatori economici passa ancora attraverso l'intermediazione del settore delle IFM. Alla fine del 1999 le consistenze del credito erogato dalle IFM alle imprese dell'area dell'euro erano pari al 45,2 per cento del PIL. Nello stesso periodo il valore dei titoli obbligazionari del settore delle imprese ammontava al 7,4 per cento del PIL, contro il 29 per cento negli Stati Uniti. Nel 1999, nell'area dell'euro il rapporto tra le attività bancarie complessive e il PIL è stato pari al 175,4 per cento, contro il 98,8 per cento osservato negli Stati Uniti (cfr. tavola 1).

## Tavola I

### Principali caratteristiche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(in percentuale del PIL nel 1999)

Componenti del PIL	Area dell'euro	Stati Uniti
Consumi privati	56,8	67,6
Consumi collettivi	20,1	14,4
Investimenti fissi lordi	20,7	20,3
Esportazioni	16,9	10,8
Importazioni	15,4	13,5
<b>Mercati finanziari</b>		
Capitalizzazione del mercato azionario	90,2	179,8
Obbligazioni	98,8	166,2 <sup>1)</sup>
<i>di cui, emesse da:</i>		
Amministrazioni pubbliche	54,9	48,4
Banche <sup>2)</sup>	36,4	46,8
Imprese non finanziarie	7,4	29,0
Attività bancarie <sup>3)</sup>	175,4	98,8
<i>di cui:</i>		
Prestiti al settore pubblico	13,5	...
Prestiti alle imprese non finanziarie	45,2	12,6
Mutui per l'acquisto di abitazioni	27,8	24,6
Altri prestiti alle famiglie	16,7	8,6

Fonti: BCE, BRI, Eurostat e Federal Reserve.

1) Il dato include titoli emessi da imprese del settore pubblico e federally related mortgage pools (42% del PIL).

2) IFM escluso l'Eurosistema per l'area dell'euro. Tutte le istituzioni finanziarie per gli Stati Uniti.

3) IFM escluso l'Eurosistema per l'area dell'euro. Banche commerciali, casse di risparmio, banche cooperative e fondi comuni monetari per gli Stati Uniti.

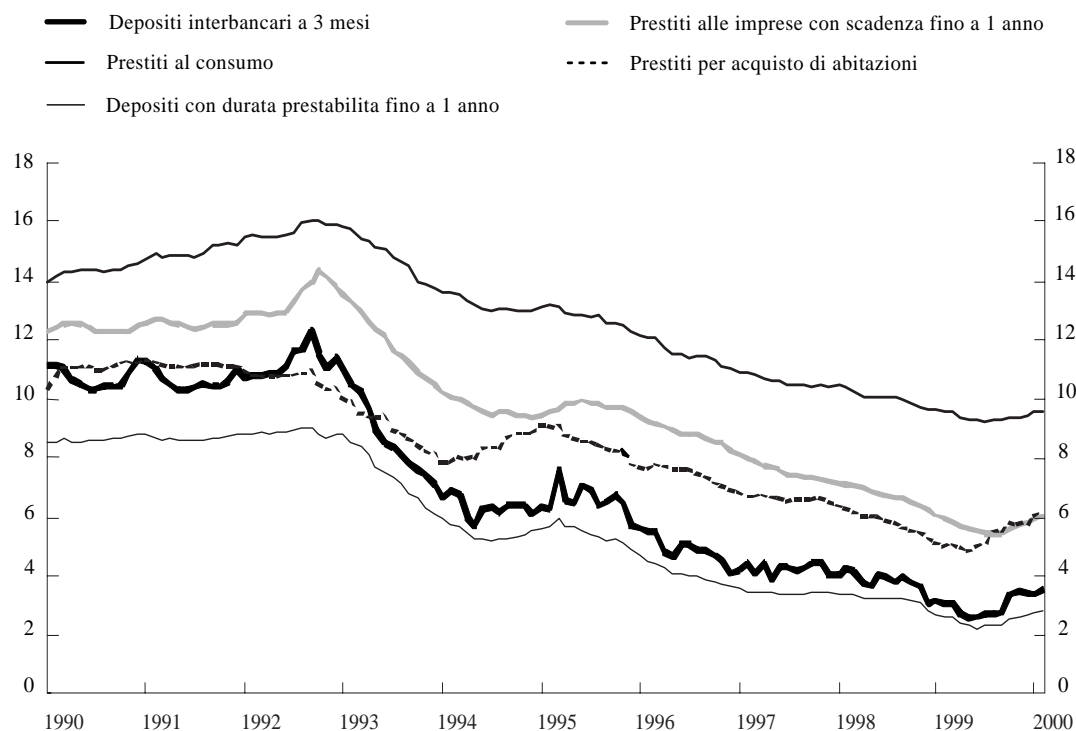
A causa delle differenze nella rilevazione, le cifre non sono completamente confrontabili tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

La trasmissione dai tassi di interesse di mercato ai tassi di interesse bancari al dettaglio dipende dall'interazione dell'offerta e della domanda di credito e di depositi e dalla struttura dei mercati bancari. L'adeguamento dei mercati bancari al dettaglio sarà influenzato da una serie di fattori strutturali, quali la concorrenza nel comparto dei servizi finanziari, le preferenze riguardo alla durata dei contratti di credito o di deposito o l'adattabilità dei tassi di interesse, i vari premi per il rischio e il costo amministrativo di un'efficace variazione dei tassi. Come mostra la figura 3, i tassi di interesse bancari al dettaglio dell'area dell'euro tendono a seguire abbastanza da vicino i tassi di mercato monetario, pur avendo un andamento più regolare.

La trasmissione dai tassi di interesse del mercato monetario ai tassi di interesse bancari attivi o passivi è un processo graduale e spesso interdependente. Le banche che devono affrontare un basso livello di concorrenza nella raccolta dei depositi a termine possono permettersi di impiegare più tempo nella trasmissione degli aumenti

dei tassi di interesse del mercato monetario al rendimento che esse offrono sui depositi a termine. Inoltre, queste banche subiscono minori pressioni ad innalzare il tasso di interesse sul credito rispetto a quelle che hanno registrato un aumento dei propri costi di finanziamento in proporzione alle variazioni dei tassi di interesse del mercato monetario. L'esperienza storica, nelle economie europee e altrove, ha spesso messo in luce non solo che gli adeguamenti dei tassi bancari sono lenti, ma anche che la loro velocità differisce a seconda che si tratti di variazioni al rialzo oppure al ribasso. Quando i mercati non sono perfettamente concorrenziali, questo comportamento nella fissazione dei tassi può consentire alle banche di beneficiare delle variazioni del livello generale dei tassi di interesse.

Alcuni economisti sottolineano il ruolo svolto dall'offerta di credito nel processo di trasmissione. Un aumento dei tassi di interesse a breve termine è di solito accompagnato da una contrazione della crescita dei depositi in conto corrente. Ciò può indurre le banche a ridurre la propria

**Figura 3****Tassi d'interesse del mercato monetario e tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro***(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)*

Fonte: BCE.

offerta di prestiti, in particolare se esse non sono in condizione di sostituire agevolmente tali depositi con altre passività. I debitori che dipendono dalle banche, quali le piccole e medie imprese e le famiglie, potrebbero quindi trovarsi ad affrontare una restrizione delle proprie possibilità di indebitamento. Tuttavia, dal punto di vista empirico i movimenti simultanei della domanda e dell'offerta di prestiti rendono l'identificazione dei diversi canali tutt'altro che semplice. Resta quindi da chiarire se la politica monetaria sia in grado di influenzare in modo significativo l'offerta di prestiti da parte delle banche.

Poiché sono al momento in atto profondi processi di ristrutturazione del settore finanziario dell'area dell'euro, è anche probabile che i meccanismi di adeguamento dei mercati bancari al dettaglio che fanno seguito alla variazione dei tassi di riferimento siano in fase di evoluzione. In alcuni settori è già in uno stadio alquanto avanzato la disintermediazione bancaria, ovvero

il processo di sostituzione del credito bancario con il finanziamento diretto, in particolare attraverso i mercati finanziari. Il risparmio è ad esempio indirizzato in misura crescente verso i fondi comuni di investimento. In particolare, lo sviluppo dei fondi comuni del mercato monetario sta inducendo le banche a offrire migliori rendimenti sui depositi tradizionali e ad allineare più rapidamente i propri tassi passivi con quelli del mercato monetario.

Più in generale, l'aumento della concorrenza in tutti i segmenti del comparto dei servizi finanziari sta inducendo le banche dell'area dell'euro a una maggiore efficienza nella fissazione dei prezzi di tutti i loro prodotti. Negli anni novanta si è osservata un'erosione dei margini di interesse sui depositi bancari. L'offerta di credito alle imprese deve ora far fronte a un'espansione del mercato dei titoli obbligazionari del settore societario. Tuttavia, la concorrenza è in aumento anche in segmenti in cui essa si esplica principalmente all'interno del settore bancario, ad

esempio nel mercato dei mutui. Probabilmente sia la disintermediazione che la razionalizzazione del settore bancario europeo inducono

le banche a trasmettere le variazioni delle condizioni di mercato alla propria clientela molto più rapidamente che in passato.

## **5 Dalle variazioni nel mercato finanziario e nel mercato delle attività alle variazioni della spesa**

Le menzionate variazioni delle condizioni del mercato finanziario determinano, con un certo ritardo, variazioni della spesa nominale. Se i prezzi fossero perfettamente flessibili, non ci si aspetterebbe alcuna variazione della spesa reale. In generale, tuttavia, i prezzi si adeguano soltanto gradualmente. Poiché le aspettative di inflazione tengono conto di questo lento adeguamento, le variazioni nominali delle condizioni del mercato finanziario si tradurranno nel breve periodo in variazioni reali. In particolare, in condizioni di aspettative di inflazione a breve termine costanti, la variazione del tasso di interesse nominale comporterà una variazione del tasso di interesse reale a breve termine.

Non tutte le componenti della spesa sono influenzate allo stesso modo e gli effetti potrebbero essere distribuiti nel tempo. L'intensità e i tempi delle variazioni della spesa dipenderanno in larga misura dalla struttura finanziaria ed economica. Inoltre anche altri fattori, quali i mutamenti della domanda estera, la spesa pubblica e le variazioni dei salari e dei profitti attesi, avranno un impatto sulla domanda aggregata, che renderà difficile valutare l'importanza della forza e dell'entità dei diversi fattori.

### **Effetti di costo del capitale**

I tassi di interesse reali costituiscono un importante fattore nella determinazione del costo del capitale. Ad esempio, all'aumentare del tasso di interesse reale sui prestiti bancari o sui titoli aumenta il costo che le imprese devono sostenere per detenere scorte o effettuare investimenti in attrezzature, macchinari e beni immobili finanziati attraverso prestiti bancari oppure titoli. Ciò riduce la redditività dell'investimento e aumenta la convenienza ad attendere una diminuzione dei tassi di interesse reali prima di investire. Pertanto, *ceteris paribus*, gli investimenti delle imprese sono di solito influenzati negativamente dagli

aumenti dei tassi di interesse reali. Empiricamente, tuttavia, questa relazione risulta difficile da dimostrare a causa dei movimenti prociclici dei tassi di interesse reali. Gli effetti d'impatto e ritardati delle variazioni dei tassi di interesse differiranno da un comparto all'altro. È ad esempio probabile che le industrie ad alta intensità di capitale, che hanno bisogno di ingenti investimenti, siano maggiormente influenzate rispetto ai comparti dei servizi, che richiedono un minore apporto di capitali.

Questi effetti del costo del capitale possono anche costituire una determinante importante della spesa delle famiglie per l'acquisto di beni di consumo durevoli quali autoveicoli e abitazioni. Spesso questi beni sono in parte finanziati mediante prestiti al consumo o mutui. Inoltre, le variazioni del tasso di interesse reale influenzano la redditività del risparmio. La diminuzione dei tassi di interesse rende ad esempio il risparmio meno appetibile e può indurre le famiglie ad incrementare i consumi. In generale, tuttavia, questi effetti di sostituzione intertemporali tra il consumo e il risparmio sono ritenuti piuttosto modesti.

La mancanza di dati omogenei per tutta l'area dell'euro su diverse categorie di spesa per consumi e investimenti impedisce una valutazione sistematica della risposta di tali spese agli impulsi di politica monetaria. L'evidenza econometrica per un'ampia gamma di paesi indica che gli investimenti, che sono probabilmente molto più sensibili alle variazioni del costo del capitale, rispondono alla variazione dei tassi di interesse in maniera assai più marcata rispetto ai consumi.

### **Effetti di reddito**

La variazione dei tassi di interesse influenza anche il reddito da interessi percepito dai creditori e i pagamenti di interessi effettuati dai debitori. Nell'area dell'euro, come nella maggior parte delle

economie, le famiglie sono in posizione creditoria netta, mentre il settore pubblico e quello delle imprese sono in posizione debitoria netta. Un incremento dei tassi di interesse aumenterà pertanto il reddito disponibile aggregato delle famiglie, ma ridurrà i profitti del settore delle imprese e accrescerà il disavanzo pubblico. L'entità di questi effetti di reddito dipende dalle dimensioni e dalla composizione del bilancio patrimoniale degli operatori non finanziari e soprattutto dalla scadenza delle loro attività e passività. Inoltre, il ritardo con cui si manifestano gli effetti di reddito sarà influenzato dalla composizione prevalente del debito, a tasso fisso o variabile.

I conti finanziari delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro nel suo complesso non sono stati ancora completati. Tuttavia, l'evidenza che emerge dai bilanci di famiglie e imprese dei paesi più grandi dell'area mostra che probabilmente, a livello dell'intera economia, la risposta dei redditi o esborsi netti per interessi alle variazioni del tasso di interesse a breve termine è piuttosto modesta. È probabile che i costi finanziari del settore delle imprese, il cui debito è in parte costituito (per un terzo) da titoli con scadenza inferiore a un anno, facciano registrare un leggero incremento dopo un aumento dei tassi di interesse, in particolare quando il debito a breve termine viene rinnovato e finanziato a tassi più alti. La diminuzione del flusso di cassa può potenziare l'effetto di costo del capitale sulla spesa per investimenti indebolendo la posizione finanziaria delle imprese e facendo aumentare il premio al rischio sul loro debito.

Per quanto riguarda il settore delle famiglie, gran parte delle attività e passività fruttifere è a lungo termine e a tasso fisso, sebbene le pratiche di finanziamento a tasso fisso oppure variabile varino da un paese all'altro. Pertanto, i flussi di reddito da interessi si adegueranno soltanto gradualmente alle variazioni dei tassi di interesse. La redistribuzione del reddito fra le imprese o le famiglie avrà un impatto sulla domanda aggregata soltanto se i debitori netti mostreranno una maggiore propensione alla spesa per effetto delle variazioni di reddito rispetto ai creditori netti. È probabile che ciò avvenga se l'accesso al credito da parte dei debitori è razionato.

## Effetti di ricchezza

Infine, come già accennato, le variazioni dei tassi di interesse possono influenzare il valore delle attività finanziarie (ad esempio azioni e titoli) e reali (ad esempio le abitazioni) ed esercitano pertanto un effetto diretto sul valore della ricchezza delle famiglie che detengono tali attività in portafoglio. La misura in cui queste variazioni della ricchezza influenzano la spesa dipenderà dalla propensione a impiegare tale ricchezza per finanziare il consumo, nonché dalle dimensioni e dalla composizione della ricchezza e dalla percezione della persistenza delle variazioni dei prezzi di tali attività. Poiché in generale si stima che la risposta dei consumi alle variazioni della ricchezza sia modesta, le variazioni dei prezzi delle attività avranno un effetto macroeconomico notevole sulla spesa soltanto se saranno ragguardevoli e interesseranno attività ampiamente detenute da una percentuale significativa della popolazione.

Malgrado la sua crescente importanza, la capitalizzazione del mercato azionario dell'area dell'euro, che ammontava al 90,2 per cento del PIL alla fine del 1999, è molto inferiore a quella degli Stati Uniti (cfr. tavola 1 a pagina 48) e il possesso di azioni non è altrettanto diffuso. È pertanto meno probabile che forti oscillazioni dei corsi azionari abbiano effetti diretti significativi sulla spesa per consumi. Inoltre, data la volatilità dei corsi azionari, gli operatori potrebbero non attribuire troppo peso ad alcuni dei recenti movimenti al rialzo e al ribasso, considerandoli fenomeni temporanei, nel qual caso la spesa non sarebbe influenzata in maniera significativa (cfr. il riquadro 2 intitolato *Il recente andamento della volatilità degli indici dei corsi azionari* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino).

Nell'area dell'euro, è più probabile che gli effetti di ricchezza sulle famiglie si manifestino attraverso i prezzi di altre attività. I titoli, che sono di solito detenuti dalle famiglie, in forma diretta o indiretta, rappresentano circa il 100 per cento del PIL. Tuttavia, poiché la maggior parte del debito corrispondente è detenuto da residenti dell'area, questi effetti sono principalmente distributivi. Tra le attività delle famiglie, sono ancora più importanti i beni immobili. Nei paesi dell'area dell'euro si avvicina in media al 50 per cento la percentuale delle famiglie che possiedono l'abitazione in cui risiedono.

Questi effetti di ricchezza attraverso il mercato immobiliare potrebbero diventare più importanti con la diffusione della pratica di contrarre prestiti offrendo l'abitazione privata a garanzia, come sembra accadere in numerosi paesi dell'area dell'euro caratterizzati da mercati immobiliari in espansione.

Infine, le variazioni dei tassi di interesse possono anche influenzare il valore del portafoglio delle immobilizzazioni delle imprese (che comprendono ad esempio macchinari e immobili aziendali). Nella misura in cui tali attività vengono usate come garanzia nei contratti di credito, le variazioni del valore di questo portafoglio possono influenzare le condizioni del credito e, indirettamente, la spesa di un'impresa.

#### Effetti del tasso di cambio

Le variazioni del tasso di cambio esercitano un effetto diretto sull'inflazione al consumo influenzando i prezzi all'importazione. Le variazioni dei prezzi all'importazione dei beni usati come input nel processo produttivo hanno un effetto sui costi dell'impresa e tendono quindi a determinare variazioni dei prezzi alla produzione. La figura 4 illustra

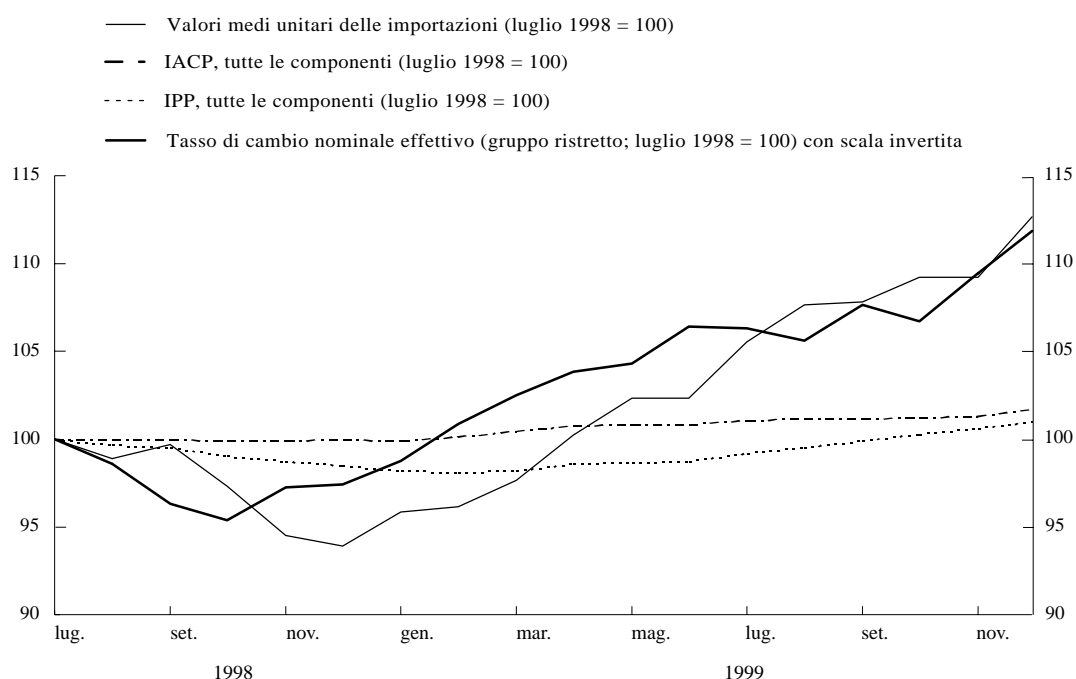
la stretta correlazione tra il tasso di cambio effettivo nominale e i prezzi all'importazione. Poiché la quota dei beni importati è relativamente limitata, la risposta dello IACP è tuttavia molto più contenuta.

La variazione del tasso di cambio ha anche un impatto sul commercio. Un deprezzamento reale del tasso di cambio dell'euro comporta ad esempio una diminuzione del prezzo in valuta estera dei servizi e dei prodotti destinati all'esportazione. In generale ciò determina un aumento della domanda estera di beni e servizi dall'area dell'euro e un incremento del volume delle esportazioni. Parimenti, un deprezzamento reale farà aumentare il prezzo in euro dei prodotti importati quotati in valuta estera e in generale deprimerà pertanto le importazioni. Un apprezzamento produce effetti contrari. Tuttavia, l'impatto di lievi variazioni delle esportazioni nette sulla domanda aggregata complessiva dell'area dell'euro non dovrebbe essere sopravvalutato. L'area dell'euro nel suo complesso è un'economia relativamente chiusa, comparabile agli Stati Uniti (cfr. tavola 1); le sue esportazioni verso i paesi esterni all'area ammontano a circa il 16,8 per cento del PIL, mentre le importazioni si collocano intorno al 15,2 per cento.

**Figura 4**

#### Tasso di cambio effettivo e indici dei prezzi

(dati mensili)



Fonte: BCE.

## Riquadro

### Il meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse nell'area dell'euro: metodi e spiegazione

Un'ampia letteratura, alimentata da accademici e studiosi delle banche centrali, tenta di stimare l'intensità e i tempi degli effetti delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento sull'attività economica e sui prezzi. In questo ambito sono usati diversi metodi econometrici, fra cui i cosiddetti modelli autoregressivi vettoriali (VAR), modelli strutturali di piccole dimensioni e grandi modelli macroeconomici.

Ciascun metodo presenta punti di forza e debolezze. I modelli VAR e i modelli strutturali di piccole dimensioni offrono il vantaggio di essere facilmente trattabili e di non richiedere un grosso quantitativo di dati, in quanto vengono di solito stimati con poche variabili. Tuttavia, questa rappresenta anche una delle loro debolezze, poiché l'eventuale esclusione di variabili importanti potrebbe influenzare i risultati. La mancanza di struttura economica e la difficoltà di identificare la catena di causalità fra le variabili fondamentali hanno esposto i modelli VAR a critiche. Inoltre, questi modelli sono soltanto in grado di produrre stime di shock inattesi della politica monetaria e non sono adeguati per analizzare le variazioni della componente sistematica della politica monetaria, che è probabilmente molto più importante. I modelli strutturali di piccole dimensioni permettono di svolgere un'analisi di questo tipo, ma spesso al costo di un'eccessiva semplificazione delle relazioni dinamiche tra le variabili economiche. Infine, i grandi modelli macroeconomici presentano il vantaggio di incorporare le variabili e le relazioni più importanti, ma spesso richiedono un grosso quantitativo di dati e forti ipotesi di identificazione. Errori di specificazione in una parte del modello possono produrre errori nel resto del modello, a causa dei numerosi collegamenti che questi modelli di solito contengono.

Alla luce di queste considerazioni, nessun singolo metodo può essere considerato in grado di fornire tutte le risposte necessarie; i vari metodi dovrebbero essere ritenuti complementari. Data l'importanza di un'adeguata comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'Eurosistema è impegnato in un'intensiva ricerca sui diversi canali di trasmissione dell'area dell'euro. Tre indirizzi di ricerca vengono portati avanti in parallelo. In primo luogo, sono in costruzione modelli econometrici strutturali per l'intera area e per gruppi di paesi, nel quadro dell'attiva cooperazione tra i settori della ricerca della BCE e delle BCN. In secondo luogo, si stanno stimando e analizzando modelli strutturali di piccole dimensioni e modelli VAR dell'area dell'euro utilizzando dati macroeconomici; essi forniscono, fra l'altro, *benchmark* alternativi per l'esame del processo di trasmissione. In terzo luogo, si stanno usando dati microeconomici (specificamente a livello di singola banca e impresa) per esaminare, in maniera più mirata, le dinamiche della trasmissione monetaria nell'area dell'euro. Per quest'ultimo obiettivo, è stato creato un gruppo di lavoro per lo studio della trasmissione monetaria dell'Eurosistema, che riunisce i ricercatori della BCE e delle BCN impegnati in ricerche empiriche in questo campo.

Dalla maggior parte della letteratura macroeconomica esistente riguardo ai singoli paesi emerge che gli shock temporanei inattesi al tasso di interesse a breve termine hanno un effetto relativamente rapido, ma spesso limitato, sul prodotto reale e un effetto molto più lento, ma di più lunga durata, sui prezzi. Sebbene questa dinamica generale sia spesso riscontrabile in paesi e periodi diversi, esiste un grado di certezza molto inferiore riguardo alle dimensioni e ai tempi esatti di questi effetti. In generale, i tentativi di usare queste tecniche macroeconomiche per l'identificazione di differenze fra i paesi, ad esempio, non hanno dato risultati decisivi. Ciò non dovrebbe destare sorpresa se si considera in primo luogo la difficoltà nel distinguere gli effetti di un'azione di politica monetaria da quelli prodotti da altri shock, in secondo luogo l'importanza del ruolo svolto dalle aspettative (che non è possibile osservare) nel processo di trasmissione e in terzo luogo la natura mutevole del meccanismo di trasmissione per effetto di variazioni strutturali e del regime di politica economica.

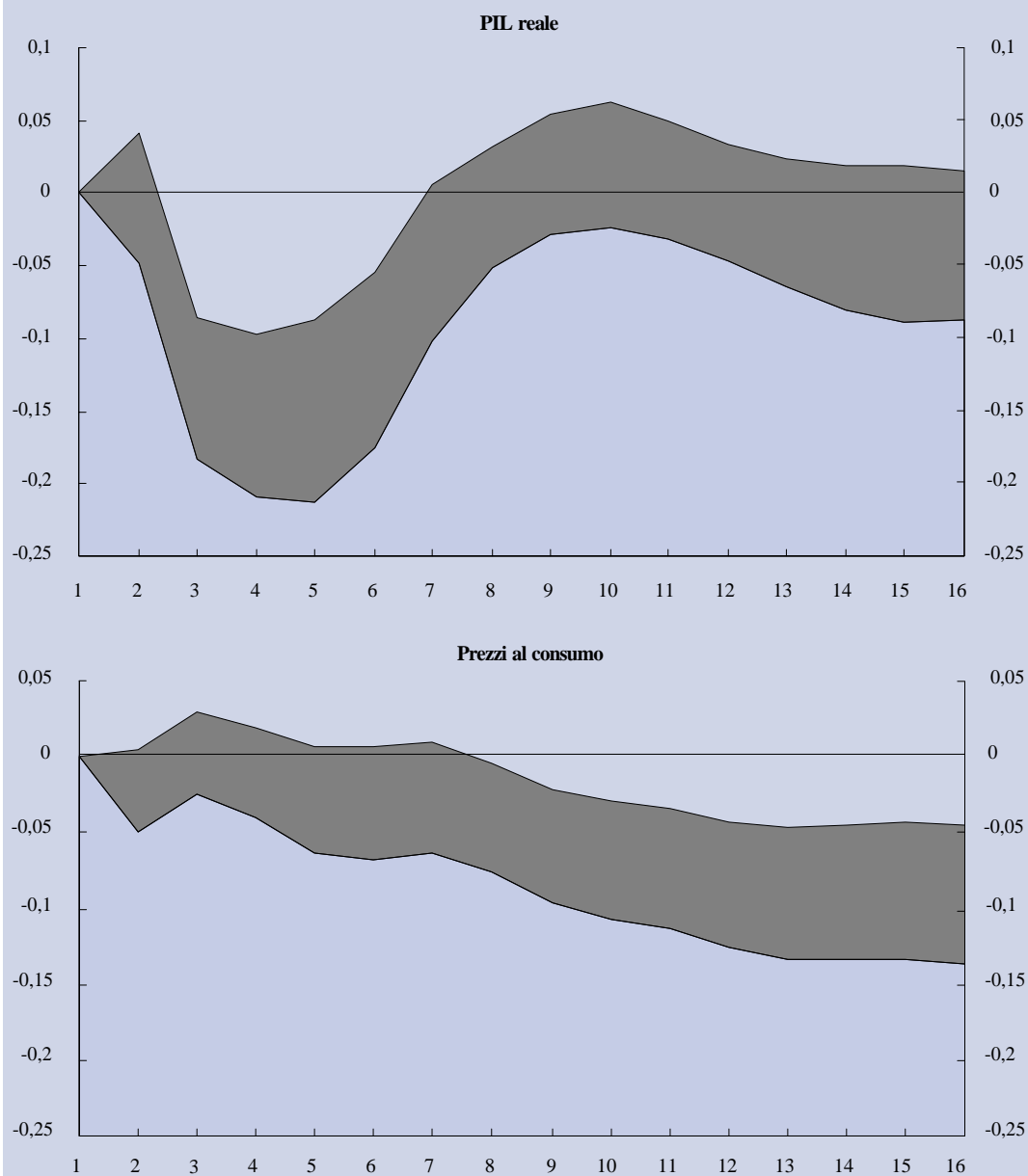
La mancanza di evidenza certa dell'esistenza di differenze significative fra i paesi per quanto concerne il meccanismo di trasmissione accresce la validità delle analisi incentrate sull'area dell'euro nel suo complesso. Nel contempo, tuttavia, a seguito di queste incertezze analitiche qualsiasi stima degli effetti di un'azione di politica monetaria dovrebbe essere considerata con cautela, tanto più che al momento i modelli dell'area dell'euro devono essere stimati su un periodo di tempo per la maggior parte del quale gli undici paesi che fanno parte attualmente dell'area dell'euro non costituivano ancora uno spazio monetario unico. Nei grafici che seguono sono riportati a puro titolo esemplificativo i risultati di una semplice simulazione VAR di risposta all'impulso, che rappresenta e sintetizza i risultati contenuti nella

letteratura in materia. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il 1980 e il 1998 utilizzando i dati trimestrali del PIL in termini reali, dei prezzi al consumo, di M3, di un tasso di interesse nominale a breve termine e di un tasso di cambio effettivo reale. Inoltre, il VAR incorpora come variabili esogene una costante, un trend lineare, un indice dei prezzi delle materie prime, il tasso di interesse nominale a breve termine degli Stati Uniti e il PIL in termini reali statunitense. Gli shock della politica monetaria sono identificati applicando la scomposizione standard di Choleski ai residui del VAR, ordinando le variabili nel modo sopraindicato.

I risultati illustrati nei grafici sotto riportati sono nel complesso in linea con la letteratura in materia e la descrizione del meccanismo di trasmissione monetaria discusso in questo articolo. Un aumento temporaneo inaspettato di circa 25 punti base del tasso di interesse a breve termine tende ad essere seguito da una temporanea diminuzione della produzione a due trimestri di distanza. I prezzi sono invece molto più lenti e cominciano a scendere in misura significativa sotto lo zero soltanto dopo sei trimestri. L'ampiezza degli intervalli di confidenza intorno a queste stime mette in luce il considerevole grado di incertezza riguardo alle stime degli effetti degli impulsi monetari.

### Risposta a uno shock temporaneo del tasso d'interesse

(deviazioni percentuali, intervallo di stima: 1980-1998, intervallo di confidenza al 90%)



## 6 Le variazioni della spesa e dell'inflazione

La velocità con cui le variazioni della spesa si traducono in tensioni sui prezzi dipende dal grado di rigidità dei prezzi nominali e più in generale dalla flessibilità dell'economia. Nel lungo periodo, il livello del prodotto tende a essere determinato da fattori di offerta, quali la tecnologia, il capitale e le dimensioni della forza lavoro. Questo livello di lungo periodo del prodotto (o potenziale) può variare nel corso del tempo per effetto di numerosi fattori, quali le variazioni dei tassi di partecipazione alla forza lavoro, gli investimenti in capitale fisico, l'invenzione di nuove tecnologie o i cambiamenti nel regime fiscale. Inoltre, nel breve termine la forza lavoro può essere impiegata in maniera più o meno intensiva, ricorrendo ad esempio al lavoro straordinario e ai turni supplementari. Anche il capitale fisico potrebbe essere usato in maniera più o meno intensiva variando il grado di utilizzo della capacità disponibile. Tuttavia, in condizioni normali, quando la domanda aggregata supera il prodotto potenziale tendono a crearsi strozzature nell'economia, che alimentano pressioni inflazionistiche.

Queste pressioni possono originarsi attraverso diversi canali. Se le imprese producono al di sopra della capacità, esse incrementeranno l'occupazione e richiederanno forza lavoro aggiuntiva e/o lavoro straordinario. In presenza di tensioni sui mercati del lavoro, ciò determinerà crescenti pressioni salariali. Nel momento in cui i salari aumentano indipendentemente dai livelli di produttività, aumenterà il costo del lavoro per unità di prodotto e il costo della produzione. Inoltre, carenze di input e livelli produttivi al di sopra della capacità, inefficienti, determinano pressioni

sui costi unitari, che finiscono per tradursi in aumenti dei prezzi se le imprese tentano di mantenere invariata la propria redditività.

Per effetto del lento adeguamento dei salari reali e degli altri prezzi relativi si produrranno, in generale, effetti più prolungati sull'economia reale. L'evidenza econometrica disponibile per l'area dell'euro indica che mentre le rigidità dei prezzi nominali sono comparabili con quelle osservate ad esempio negli Stati Uniti, in media la velocità dell'adeguamento dei salari reali alle variazioni della disoccupazione e della produttività risulta molto più bassa, come documentato ad esempio nel recente studio dell'OCSE intitolato *EMU one year on*. È inoltre opinione diffusa che la disoccupazione nell'area dell'euro sia in gran parte di natura strutturale. In assenza di riforme strutturali, ciò comporta il rischio che qualsiasi diminuzione della disoccupazione a seguito dell'aumento della domanda potrebbe determinare in tempi relativamente brevi pressioni salariali, che, se non controbilanciate da un aumento della produttività, creerebbero tensioni sui prezzi e rischi per la loro stabilità. Un'ulteriore riforma strutturale intesa a rafforzare la flessibilità del mercato del lavoro e del mercato dei beni dell'area dell'euro aiuterebbe a risolvere il problema della disoccupazione strutturale e a conseguire livelli più elevati di crescita non inflazionistica, beneficiando nel contempo più appieno dei vantaggi offerti dalle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Allo stesso tempo, queste riforme semplificherebbero anche il compito principale dell'Eurosistema: il mantenimento della stabilità dei prezzi.

## 7 Osservazioni conclusive

Le variazioni della politica monetaria finiscono per influenzare i prezzi attraverso una molteplicità di canali complessi, spesso interconnessi. Questo articolo ha presentato una visione d'insieme delle attuali conoscenze riguardo al meccanismo di trasmissione dell'area dell'euro. In conclusione, tre aspetti meritano particolare attenzione per le loro implicazioni per la politica monetaria. In primo luogo, vi sono considerevoli

ritardi nella trasmissione degli impulsi monetari all'economia, per cui eventuali tentativi di controllare gli shock a breve termine sul livello dei prezzi potrebbero incontrare considerevoli difficoltà ed avere effetti destabilizzanti nel lungo periodo. I responsabili della politica monetaria devono invece muoversi in un'ottica di medio-lungo periodo, sforzandosi di valutare i meccanismi attraverso i quali le condizioni economiche

correnti influenzano le prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi.

In secondo luogo, c'è una considerevole incertezza riguardo all'intensità e ai tempi con i quali le azioni di politica monetaria influenzano le variazioni del livello dei prezzi. Questo vale in particolare per l'area dell'euro, in cui si potrebbe essere prodotto un mutamento strutturale per effetto dell'adozione di una politica monetaria unica. Inoltre, in numerosi settori è ancora in fase di sviluppo un quadro statistico per l'analisi dell'area dell'euro nel suo complesso. Data questa incertezza, non sarebbe saggio compiere ambiziosi tentativi

di *fine-tuning* dell'economia o di adozione di un unico modello o indicatore. Infine, la formazione delle aspettative di inflazione da parte delle famiglie, delle imprese, dei responsabili della fissazione dei salari e degli operatori dei mercati finanziari costituisce un elemento essenziale per quanto riguarda la trasmissione e l'efficacia della politica monetaria. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema orientata alla stabilità è concepita per affrontare con successo le sfide summenzionate. Essa fornisce uno schema di riferimento orientato al futuro, inteso ad ancorare le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.