

# I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE

*Il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è l'obiettivo primario della politica monetaria della BCE. Dato il ritardo con cui gli impulsi di politica monetaria si trasmettono al livello dei prezzi, la politica della BCE deve guardare al futuro. Pertanto, essa deve valutare con regolarità la natura e l'entità dei disturbi economici e i rischi che ne derivano, in prospettiva, per la stabilità dei prezzi. Al riguardo la strategia della BCE prevede, in primo luogo, di assegnare un ruolo di primo piano alla moneta (segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita monetaria) e, in secondo luogo, di analizzare un ampio ventaglio di altri indicatori economici e finanziari, con l'obiettivo di formulare una valutazione esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi. Questi due elementi sono stati definiti i due "pilastri" della strategia della BCE. Insieme, essi formano uno schema per organizzare l'analisi e la presentazione delle informazioni rilevanti per il mantenimento della stabilità dei prezzi da parte della politica monetaria.*

*L'approccio a due pilastri differisce, sotto alcuni aspetti, dalle strategie perseguite da altre banche centrali. Non sorprende, quindi, che l'annuncio e la spiegazione della strategia di politica monetaria della BCE (cfr. l'articolo intitolato La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino) abbiano non solo avviato un ampio dibattito, ma siano anche stati seguiti, in qualche caso, da malintesi circa l'assetto della politica monetaria della BCE. Alla luce di tale discussione – e dell'esperienza pratica acquisita con l'attuazione della strategia – il presente articolo descrive ed esamina l'approccio basato sui due pilastri e le principali ragioni della sua adozione nell'ambito della strategia della BCE.*

*In presenza di notevoli incertezze circa la struttura dell'economia e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, le banche centrali non dovrebbero fare affidamento su un unico indicatore o modello, o su una semplice regola d'azione, nel formulare la politica monetaria. È, invece, auspicabile un approccio diversificato all'analisi delle informazioni sottostanti le decisioni di politica monetaria. Coerentemente con le conclusioni delle teorie economiche più diffuse, la strategia della BCE articola gli approcci principali alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi in due gruppi: da un lato, quelli che assegnano un ruolo centrale alla moneta e, dall'altro, una serie di modelli del processo inflazionistico, principalmente quelli che si concentrano sull'interazione tra domanda e offerta e sulla dinamica dei costi nei mercati dei beni e del lavoro. L'approccio diversificato che la strategia a due pilastri della BCE richiede è coerente con la consapevolezza delle incertezze che la banca centrale si trova ad affrontare, e stimola verifiche incrociate tra le analisi basate sugli andamenti monetari e quelle che si concentrano principalmente su indicatori non monetari, contribuendo, in tal modo, ad assicurare l'affidabilità delle decisioni di politica monetaria.*

## I Introduzione

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la sua strategia di politica monetaria (cfr. riquadro 1) e, cosa più importante, ha fornito una definizione quantitativa dell'obiettivo primario della politica monetaria nell'area dell'euro: la stabilità dei prezzi. Questa è stata definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento; è stato sottolineato che la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine. La BCE ha affermato che, in linea con il mandato conferitole dal Trattato, le decisioni di politica monetaria avrebbero assegnato la priorità assoluta a tale obiettivo.

Il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato che la sua strategia avrebbe utilizzato due forme di analisi per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

In primo luogo, riconoscendo le origini essenzialmente monetarie dell'inflazione nel medio termine, la BCE ha assegnato un ruolo di primo piano alla moneta nella definizione di una politica monetaria volta a raggiungere il suo obiettivo primario. Questo ruolo importante, il cosiddetto primo pilastro della strategia, è stato segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria. Il primo pilastro consiste in un'analisi dettagliata

delle eventuali deviazioni della crescita monetaria dal valore di riferimento, sostenuta e integrata da un esame del contenuto informativo

degli aggregati monetari e delle loro componenti e contropartite (in particolare il credito) circa i futuri andamenti dei prezzi.

## **Riquadro I**

### **La strategia di politica monetaria della BCE**

Comunicato stampa della BCE del 13 ottobre 1998 intitolato *Una strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità.*

«Nella sua riunione del 13 ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha fissato i principali elementi della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità. Tali elementi riguardano: la definizione quantitativa dell'obiettivo primario della politica monetaria unica, la stabilità dei prezzi; un ruolo di primo piano per la moneta, con un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario; e una valutazione di ampio respiro circa le prospettive degli andamenti dei prezzi.

Come previsto dal Trattato che istituisce la Comunità europea, il mantenimento della stabilità dei prezzi sarà l'obiettivo primario del SEBC. Pertanto, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema sarà rigorosamente rivolta al conseguimento di tale obiettivo. In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato la seguente definizione: "La stabilità dei prezzi sarà definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento". La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta su un orizzonte di medio termine. (...)

Sono tre le caratteristiche di questa definizione che vanno evidenziate. (1) Lo IAPC è l'indicatore dei prezzi più adatto per la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema. È l'unico indice dei prezzi che sarà sufficientemente armonizzato in tutta l'area dell'euro all'avvio della Terza fase. (2) Concentrandosi sullo IAPC "nell'area dell'euro", il Consiglio direttivo della BCE chiarisce che fonderà le sue decisioni sugli andamenti monetari, economici e finanziari nell'intera area dell'euro. La politica monetaria unica adotterà una prospettiva che riguarderà tutta l'area dell'euro; non reagirà a specifici andamenti regionali o nazionali. (3) Un "aumento (...) inferiore al 2 per cento" è del tutto in linea con le definizioni più correnti adottate dalle banche centrali nazionali nell'area dell'euro.

Inoltre, l'affermazione che "la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta su un orizzonte temporale di medio periodo" riflette la necessità che la politica monetaria sia orientata agli sviluppi futuri, in un orizzonte di medio termine, e riconosce anche l'esistenza di una variabilità dei prezzi nel breve periodo che non può essere controllata dalla politica monetaria.

Per mantenere la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di adottare una strategia di politica monetaria che sarà formata da due elementi chiave. (1) Alla moneta sarà assegnato un ruolo di primo piano; questo sarà segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per la crescita di un aggregato monetario ampio. (...) (2) Parallelamente all'analisi della crescita monetaria rispetto al valore di riferimento, un ruolo importante nella strategia dell'Eurosistema sarà assegnato a una valutazione di ampio respiro circa le prospettive degli andamenti dei prezzi e i rischi per la loro stabilità nell'area dell'euro. Tale valutazione sarà effettuata utilizzando un ampio ventaglio di variabili economiche e finanziarie come indicatori degli andamenti futuri dei prezzi.

Tale strategia sottolinea il forte impegno del Consiglio direttivo della BCE nei confronti del suo obiettivo primario e dovrebbe facilitarne la realizzazione. Essa assicurerà, inoltre, che il SEBC segua un processo decisionale trasparente e renda conto del proprio operato. Sulla base della sua strategia, il Consiglio direttivo della BCE informerà il pubblico regolarmente e in modo dettagliato sulla sua valutazione della situazione monetaria, economica e finanziaria nell'area dell'euro e sulle motivazioni alla base delle sue decisioni di politica monetaria.»

In secondo luogo, riconoscendo l'importanza che le informazioni contenute in altri indicatori rivestono ai fini delle decisioni di politica monetaria, la BCE ha annunciato che, oltre a un'analisi approfondita degli andamenti monetari, sarebbe stata svolta anche una valutazione

di un ampio ventaglio di altri indicatori (comprese le proiezioni e le previsioni macroeconomiche), che avrebbe costituito un'ulteriore sostegno per le decisioni di politica monetaria. Questa valutazione è stata definita come il "secondo pilastro".

## 2 Una descrizione dei due pilastri e del loro ruolo all'interno della strategia

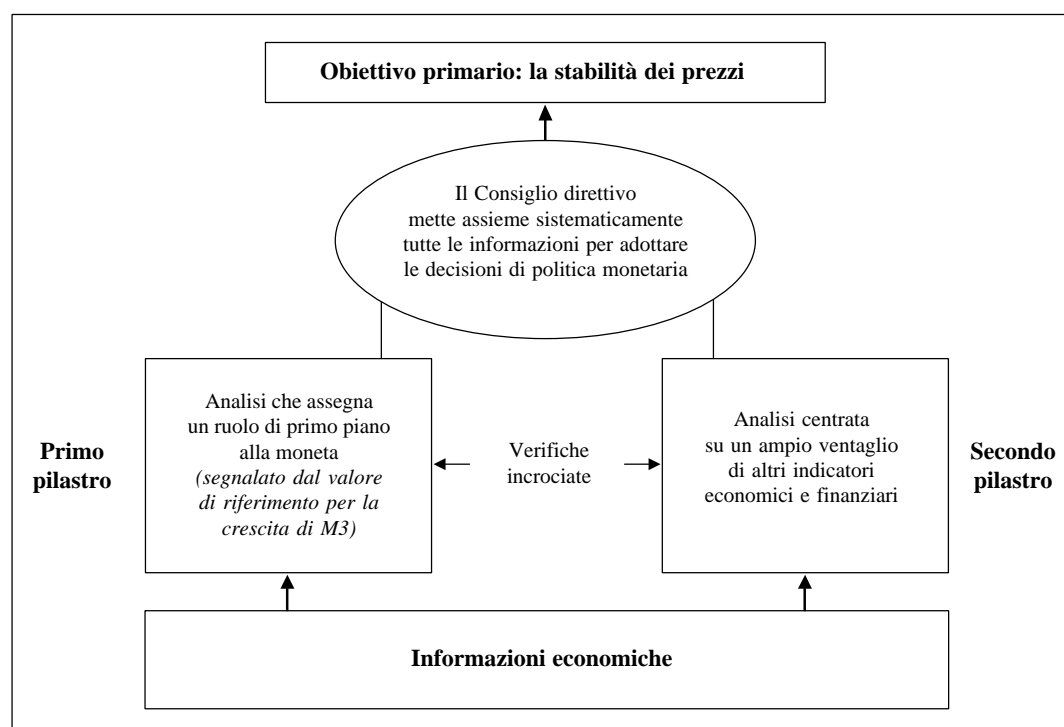
I due pilastri della strategia della BCE sono incorporati in un quadro strategico più ampio, illustrato nella figura successiva. Come si evince da tale figura, il ruolo dei due pilastri è quello di creare un quadro di riferimento per l'organizzazione, l'analisi e il controllo incrociato della grande quantità di informazioni economiche disponibili, con l'obiettivo di facilitare il compito del Consiglio direttivo nell'adozione di decisioni di politica monetaria che mantengano la stabilità dei prezzi, secondo la definizione pubblicata dalla BCE.

La strategia della BCE è talvolta fraintesa dagli osservatori esterni, che ritengono che essa fissi molteplici obiettivi per la politica monetaria e che

i due pilastri rappresentino obiettivi concorrenti e potenzialmente in conflitto. Tale interpretazione non riconosce che il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è l'unico "obiettivo" (in termini più formali, è "l'obiettivo primario") della strategia di politica monetaria della BCE. Piuttosto che essere visti come obiettivi distinti, entrambi i pilastri della strategia dovrebbero essere considerati strumentali all'analisi necessaria per guidare le decisioni di politica monetaria verso il raggiungimento di questo obiettivo finale. Sin dall'inizio, pertanto, è stato chiarito che il primo pilastro non è un "obiettivo monetario" e che il secondo pilastro non è un "obiettivo d'inflazione". Insieme, i due pilastri della

### Figura

Presentazione schematica della strategia di politica monetaria della BCE



strategia formano uno schema di riferimento entro cui organizzare l'analisi e la presentazione delle informazioni rilevanti ai fini della definizione della politica monetaria, per guidare decisioni che mirano a mantenere la stabilità dei prezzi.

La distinzione tra i due pilastri della strategia è principalmente una distinzione tra i modelli economici (o gli approcci all'analisi) del processo inflazionistico. Il primo pilastro rappresenta approcci che attribuiscono un ruolo di primo piano alla moneta nello spiegare l'evoluzione futura dei prezzi. Il secondo pilastro comprende analisi relative a un ampio ventaglio di fattori e raggruppa modelli dell'inflazione che si concentrano principalmente su variabili dell'economia reale, quali l'interazione tra l'offerta e la domanda nei mercati dei beni e del lavoro. In tale contesto, in pratica, la strategia implica che ci si concentri sugli indicatori monetari nel primo pilastro e sugli indicatori congiunturali e per lo più non monetari nel secondo.

Tuttavia, come si evince anche dalla figura, la strategia non implica una rigida separazione delle informazioni utilizzate per l'analisi nell'ambito dei due pilastri. Ad esempio, poiché la domanda di moneta dipende dalla dinamica dei prezzi, dal PIL in termini reali e dai tassi di interesse, l'analisi degli andamenti monetari deve essere sempre effettuata con riferimento all'evoluzione di queste variabili non monetarie. Analogamente, l'analisi di alcune variabili monetarie, ad esempio l'andamento del credito per settore d'attività, può essere utile per valutare l'evoluzione dei consumi reali e della domanda di investimenti. Pertanto, l'analisi condotta nell'ambito di *entrambi* i pilastri è rivolta a ottimizzare lo sfruttamento delle informazioni disponibili. La differenza di enfasi posta su particolari variabili riflette il loro ruolo all'interno del quadro di analisi o di interpretazione economica che è alla base di ogni pilastro.

### **Il primo pilastro**

Tenendo conto dell'esperienza di altre banche centrali, la BCE ha scelto di assegnare un ruolo di primo piano alla moneta, primo pilastro della sua strategia di politica monetaria, riconoscendo le origini fondamentalmente monetarie dell'inflazione nel medio-lungo termine. Uno dei riscontri empirici consolidati in macroeconomia è la relazione

di lungo periodo tra il livello dei prezzi e lo stock di moneta. Sulle origini monetarie dell'inflazione vi è ampio consenso tra gli economisti.

Diversamente da altri paesi in cui gli andamenti monetari sono stati piuttosto irregolari negli ultimi decenni, l'evidenza disponibile per l'area dell'euro continua a indicare l'esistenza di una relazione stabile tra gli aggregati monetari ampi – in particolare M3 – e gli andamenti dei prezzi sull'orizzonte temporale rilevante ai fini della politica monetaria. Inoltre, M3 e altri aggregati monetari e creditizi sembrano essere buoni indicatori anticipatori degli andamenti futuri dei prezzi, soprattutto nel medio termine. Sulla base di tali risultati, l'analisi condotta nell'ambito del primo pilastro rappresenta una guida particolarmente utile in un orizzonte di medio termine.

Inoltre, rispetto a indicatori alternativi dei futuri andamenti dei prezzi, la moneta presenta una serie di caratteristiche desiderabili. I dati monetari sono misurati in maniera relativamente più accurata di quanto non accada per molti altri indicatori economici e sono, di regola, disponibili in maniera più tempestiva.

Il ruolo di primo piano della moneta è stato segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per l'aggregato monetario ampio M3 (cfr. riquadro 2). L'annuncio del valore di riferimento rappresenta un evidente impegno pubblico, da parte del Consiglio direttivo, ad analizzare e spiegare in maniera approfondita gli andamenti monetari e le loro implicazioni in termini di rischi per la stabilità dei prezzi. Tale spiegazione è regolarmente presente nella dichiarazione introduttiva del Presidente, in occasione della conferenza stampa mensile della BCE e nell'editoriale e nelle note di commento del Bollettino mensile.

Tuttavia, come già menzionato, il valore di riferimento per M3 non è un obiettivo monetario intermedio. La BCE non tenta di controllare la crescita monetaria in modo da raggiungere il valore di riferimento in un dato istante nel tempo. Il valore di riferimento opera, invece, come uno strumento analitico e di presentazione della strategia al pubblico e costituisce un importante termine di riferimento per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

## Riquadro 2

### Il valore di riferimento per la crescita monetaria

Nel dicembre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato il primo valore di riferimento per la crescita monetaria, cioè un tasso di crescita sui dodici mesi pari al 4½ per cento per l'aggregato monetario ampio, M3. Tale valore di riferimento è stato confermato nel dicembre 1999, quando fu anche annunciato che, da allora, sarebbe stato rivisto con frequenza annuale.

Il valore di riferimento è uno strumento analitico e di presentazione della strategia al pubblico, che facilita la formulazione e la spiegazione delle decisioni di politica monetaria rivolte al mantenimento della stabilità dei prezzi. A tale scopo, il concetto di valore di riferimento presenta due caratteristiche fondamentali. In primo luogo, il valore di riferimento deve essere coerente con la stabilità dei prezzi e deve servire al raggiungimento e al mantenimento di tale obiettivo. Ciò significa che l'aggregato monetario utilizzato per definire il valore di riferimento dovrebbe avere un rapporto stabile con il livello dei prezzi, nel medio termine. In secondo luogo, deviazioni sostanziali o prolungate della crescita monetaria dal valore di riferimento dovrebbero, in circostanze normali, segnalare la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi. Ciò significa che l'aggregato monetario utilizzato per definire il valore di riferimento dovrebbe essere un indicatore anticipatore dell'inflazione futura.

Il calcolo del valore di riferimento si è basato sulla ben nota relazione esistente tra la moneta, i prezzi, l'attività economica in termini reali e la velocità di circolazione. Utilizzando la definizione di stabilità dei prezzi fornita dall'Eurosistema (aumenti sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro inferiori al 2 per cento), le ipotesi circa la crescita tendenziale del PIL in termini reali (dal 2 al 2½ per cento l'anno) e l'andamento della velocità di circolazione di M3 rispetto al reddito (una riduzione tendenziale tra ½ e 1 per cento l'anno), è stato calcolato un valore di riferimento del 4½ per cento. Essendo basato sulla definizione di stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema e su ipotesi circa gli andamenti tendenziali del PIL e della velocità di M3, il calcolo del valore di riferimento evidenzia l'orientamento di medio termine della politica monetaria. Il prossimo riesame del valore di riferimento avrà luogo nel dicembre 2000.

Inoltre, l'analisi effettuata nell'ambito del primo pilastro va al di là della valutazione delle deviazioni di M3 dal valore di riferimento, perché comprende una disamina delle componenti e delle contropartite di M3, in particolare del credito, e di altri aspetti importanti dei bilanci degli intermediari finanziari. Tale analisi aiuta a comprendere meglio l'andamento di M3 rispetto al valore di riferimento e traccia un quadro generale delle condizioni di liquidità nell'economia e delle loro possibili conseguenze in termini di rischi per la stabilità dei prezzi.

Questa più ampia analisi degli andamenti monetari e creditizi è particolarmente importante quando si valuta l'entità degli impulsi monetari per stabilirne l'impatto potenziale sugli andamenti economici futuri. Inoltre, tale analisi può contribuire a determinare l'esistenza – e i possibili effetti – di eventuali bolle speculative nei mercati finanziari. Da un punto di vista storico, i forti rialzi e i crolli dei mercati delle attività sono stati strettamente associati ad ampie variazioni degli

aggregati monetari e, soprattutto, di quelli creditizi. Il loro impatto sull'economia può dipendere dalla solidità della posizione patrimoniale del settore finanziario. Questo è un altro motivo per cui la BCE, nell'ambito della sua strategia, ha assegnato un ruolo speciale all'analisi degli aggregati monetari e creditizi e ai bilanci degli intermediari finanziari.

### Il secondo pilastro

Come già sottolineato, l'inflazione è, in ultima analisi, un fenomeno monetario. Ciò nonostante, l'andamento degli aggregati monetari non può essere l'unica guida alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Per poter adottare decisioni appropriate il Consiglio direttivo ha bisogno di comprendere a fondo la situazione economica corrente e di conoscere la natura specifica e la dimensione dei fattori economici di disturbo che minacciano la stabilità dei prezzi. Ad esempio, al fine di valutare i rischi per la stabilità dei prezzi è importante sapere se gli shock scaturiscano dal

lato dell'offerta o della domanda, se abbiano un'origine estera o interna e se la loro natura sia temporanea o permanente. Tali informazioni non sono fornite dall'analisi condotta nell'ambito del solo primo pilastro. Pertanto, parallelamente all'analisi degli andamenti monetari, la BCE considera anche un ampio ventaglio di altri indicatori economici e finanziari ai fini di una valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

L'analisi condotta nell'ambito del secondo pilastro mira a rivelare l'effetto di un gruppo di fattori, alcuni dei quali influiscono sull'andamento dei prezzi nel breve periodo. Questi andamenti sono comunque rilevanti ai fini della politica monetaria poiché i loro effetti possono radicarsi e, pertanto, nuocere alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. Altri indicatori considerati nell'ambito del secondo pilastro possono segnalare, anche in maniera più diretta, minacce alla stabilità dei prezzi nel medio termine. Ad esempio, una crescente scarsità di manodopera sul mercato del lavoro tende a creare una pressione al rialzo sul costo del lavoro che può a sua volta, con un certo ritardo temporale, esercitare un'influenza graduale e persistente sui prezzi al consumo.

In linea con i più comuni modelli del ciclo economico, questa analisi è spesso incentrata sugli effetti dell'interazione tra offerta e domanda e/o sulle pressioni che i costi esercitano sulla determinazione dei prezzi nei mercati dei beni, dei servizi e del lavoro. A questo riguardo, la BCE presta una

costante attenzione all'andamento dell'attività economica, alle condizioni della domanda e del mercato del lavoro, a un'ampia serie di indicatori di prezzo e di costo, così come al tasso di cambio e alla bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro (cfr. anche gli articoli intitolati *Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro*, nel numero di aprile 1999 e *Indicatori dei prezzi e dei costi per l'area dell'euro: uno sguardo d'insieme*, nel numero di agosto 2000 del Bollettino mensile).

Inoltre, anche gli andamenti di indicatori tratti dai mercati e dai prezzi delle attività finanziarie sono tenuti sotto stretta osservazione. Le oscillazioni dei prezzi delle attività possono influenzare l'inflazione attraverso effetti sul reddito e sulla ricchezza. Inoltre, i prezzi e i rendimenti delle attività finanziarie possono essere utilizzati per ottenere informazioni sulle aspettative degli operatori di mercato, comprese le indicazioni sull'evoluzione attesa dei prezzi (cfr. l'articolo intitolato *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria*, pubblicato nel numero di maggio del Bollettino mensile).

Nell'ambito del secondo pilastro, anche le proiezioni macroeconomiche basate su modelli tradizionali e sulle conoscenze degli esperti economici, prodotte sia all'interno che all'esterno dell'Eurosistema, svolgono un ruolo importante in quanto strumento di sintesi delle informazioni esistenti (cfr. riquadro 3).

### Riquadro 3

#### Il ruolo delle previsioni e delle proiezioni macroeconomiche nell'ambito del secondo pilastro

A differenza delle previsioni prodotte da organizzazioni internazionali e da altre istituzioni, l'Eurosistema non produce "previsioni" intese come le migliori predizioni circa gli andamenti futuri. Produce, invece, delle "proiezioni" degli andamenti futuri basate sull'ipotesi che i tassi di interesse (e i tassi di cambio) rimangano invariati. Tale distinzione va tenuta presente se si vuole comprendere il ruolo delle proiezioni dell'Eurosistema nella strategia della BCE.

Poiché le proiezioni macroeconomiche generate nell'ambito dell'Eurosistema e le previsioni di altre istituzioni sono, di regola, prodotte sulla base di modelli della determinazione dell'inflazione che non assegnano un ruolo di primo piano alla moneta, esse si inscrivono nella sfera del secondo pilastro della strategia della BCE. Dato il ventaglio potenzialmente molto ampio di indicatori rilevanti nell'ambito del secondo pilastro, vi è la necessità di strutturare e sintetizzare queste informazioni in modo da facilitare l'analisi dei fattori di rischio per la stabilità dei prezzi. Le previsioni e le proiezioni rappresentano uno strumento analitico appropriato per organizzare una grande mole di informazioni e contribuiscono a creare un quadro coerente dei possibili sviluppi futuri.

Nell'ambito dell'Eurosistema, ogni anno due esercizi di proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro vengono svolti congiuntamente da economisti della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN). Queste non sono le sole proiezioni generate all'interno dell'Eurosistema, ma sono quelle che stimolano la massima interazione tra gli esperti della BCE e delle BCN.

Lo scopo delle principali proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema è quello di fornire una valutazione coerente e congruente delle prospettive economiche a breve e medio termine nell'area dell'euro. Le proiezioni sono costruite integrando i risultati di modelli econometrici con valutazioni soggettive, non basate su un modello formalizzato. Negli esercizi di proiezione, gli esperti della BCE e delle BCN utilizzano diversi modelli econometrici, compreso un ventaglio di modelli macroeconometrici strutturali, sia delle economie nazionali sia relativi all'area dell'euro. Tali strumenti hanno il vantaggio di fornire un quadro generale assai dettagliato. Basandosi su tale quadro, le proiezioni finali cercano di essere coerenti con l'esperienza passata e con la teoria economica, oltre a rispettare le identità di contabilità nazionale. Le valutazioni soggettive, che attingono da informazioni congiunturali recenti e da indicatori anticipatori, rappresentano un altro input fondamentale delle proiezioni fornite dall'Eurosistema. Tali valutazioni sono prodotte da esperti settoriali e nazionali che hanno una conoscenza approfondita sia dei recenti andamenti congiunturali sia del contesto istituzionale.

Malgrado la notevole attenzione posta nella costruzione delle proiezioni, è importante sottolineare che non tutta l'analisi svolta nell'ambito del secondo pilastro può essere incorporata in esse. Ciò è dovuto al fatto che le previsioni e le proiezioni macroeconomiche sono, inevitabilmente, soggette a limiti concettuali e pratici di cui bisogna tenere conto quando si voglia valutare il loro contenuto informativo. In primo luogo, proiezioni e previsioni possono variare in maniera significativa a seconda del quadro concettuale sottostante o dell'insieme di tecniche utilizzate. Per questa ragione non è corretto fare esclusivo affidamento su un'unica proiezione. Ogni previsione o proiezione ha bisogno di essere oggetto di verifiche incrociate con informazioni ottenute in base ad altre tecniche e/o alle attese del mercato circa gli andamenti futuri. In secondo luogo, previsioni e proiezioni sono sempre fondate su ipotesi circa l'andamento di alcune variabili esogene spesso soggette a un andamento erratico e difficilmente prevedibili. Tali variabili includono, ad esempio, i tassi di cambio e i prezzi delle materie prime. La previsione o proiezione dell'inflazione futura può dipendere, in maniera significativa, dalle ipotesi adottate riguardo a tali variabili. Inoltre, come discusso nel paragrafo di apertura di questo riquadro, previsioni e proiezioni sono necessariamente condizionate a ipotesi circa il corso futuro della politica monetaria. Nella pratica delle banche centrali ciò di solito si traduce nell'ipotesi di tassi di interesse a breve termine invariati, al fine di ottenere proiezioni significative per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi che potrebbero scaturire dal mantenimento del livello corrente dei tassi di *policy*. In realtà, tali ipotesi sull'orientamento futuro della politica monetaria possono spesso condurre a problemi di coerenza interna, dal momento che le attese e le decisioni di investitori, imprese e consumatori razionali che tengono conto di tutte le informazioni circa gli andamenti futuri possono incorporare previsioni diverse circa i futuri interventi di politica monetaria. In terzo luogo, la produzione di previsioni o proiezioni dettagliate è, inevitabilmente, un processo che richiede tempo. Ciò comporta che le previsioni e le proiezioni siano prodotte solo periodicamente e che, pertanto, non possano sempre comprendere tutti gli ultimi aggiornamenti. In quarto luogo, per loro natura, i modelli econometrici contengono solo una descrizione sommaria dell'economia, riportando le principali relazioni alla base dell'andamento delle variabili economiche; non incorporano, quindi, tutte le informazioni rilevanti. Infine, qualunque sia la tecnica utilizzata, le previsioni e le proiezioni hanno sempre bisogno di essere emendate sulla base di valutazioni tecniche e dell'esperienza pratica. Tuttavia, può non essere facile esplicitare l'impatto degli aggiustamenti dovuti a questo tipo di valutazioni soggettive che, di conseguenza, possono complicare l'interpretazione dei risultati. Ciò significa che ogni discussione circa l'andamento di indicatori che sono alla base delle previsioni e proiezioni deve essere condotta in maniera trasparente.

Per tutti questi motivi, l'analisi effettuata nell'ambito del secondo pilastro della strategia non si limita alle proiezioni macroeconomiche effettuate dallo stesso Eurosistema, ma copre una serie più ampia di aspetti: dall'osservazione costante di indicatori tempestivi, ad analisi strutturali e più disaggregate, all'uso di modelli econometrici con un numero limitato di equazioni che incorporano approcci teorici diversi, o stimati con metodologie alternative oppure mirati a fornire informazioni relative a specifici orizzonti temporali. Inoltre, le proiezioni sono sempre sottoposte a

una verifica incrociata con previsioni prodotte da altre istituzioni e con informazioni prospettiche tratte dall'andamento dei prezzi delle attività finanziarie. Tali analisi consentono di utilizzare nel dibattito sulla politica monetaria informazioni molto aggiornate, non facilmente incorporabili negli esercizi formali di previsione e proiezione; forniscono informazioni sui rischi per la stabilità dei prezzi segnalati da singoli indicatori e settori; aiutano a comprendere meglio il modo in cui l'andamento di variabili particolari influisce sulle prospettive complessive per l'inflazione.

Va sottolineato che le proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema si fondano sulle competenze tecniche degli esperti economici; non incorporano il parere o il giudizio del Consiglio direttivo della BCE. Quest'ultimo, da parte sua, deve effettuare una valutazione d'insieme della situazione economica e dei rischi per la stabilità dei prezzi, utilizzando *tutte* le informazioni disponibili, comprese in modo particolare quelle ottenute dall'analisi relativa al primo pilastro della strategia, ma anche informazioni diverse dalle proiezioni formulate dall'Eurosistema nell'ambito del secondo pilastro. La eventuale pubblicazione di proiezioni macroeconomiche da parte della BCE dovrebbe riflettere il ruolo (limitato) che le previsioni svolgono nel processo di formulazione delle decisioni di politica monetaria.

### 3 I fondamenti della strategia a due pilastri

#### L'esigenza di "robustezza" in un mondo caratterizzato dall'incertezza

Le banche centrali operano in presenza di notevole incertezza, che può assumere aspetti molteplici; uno di questi è legato alla prevedibilità parziale delle variabili economiche, e si manifesta sotto forma di shock imprevedibili a cui esse sono soggette. Altre forme di incertezza, presumibilmente più profonde, riguardano la misurazione, l'interpretazione e la comprensione – inevitabilmente imperfette – delle informazioni disponibili, dei comportamenti economici e, in particolare, delle modalità di funzionamento dell'economia. Una strategia di politica monetaria avrà successo in un contesto di questo tipo solo se conduce a decisioni che tengano adeguatamente conto dell'incertezza esistente.

Data la notevole incertezza cui la politica monetaria deve far fronte – esacerbata, nel caso della BCE, dai potenziali mutamenti istituzionali e dei comportamenti economici associati all'introduzione dell'euro – sarebbe poco saggio fare affidamento su uno specifico modello, indicatore o previsione, escludendo possibili alternative. Inoltre, la possibilità di imperfezioni dei dati e l'incertezza associata all'affidabilità delle informazioni economiche a disposizione delle banche centrali impongono che informazioni e analisi vengano sottoposte a una continua verifica incrociata. Di conseguenza, non sarebbe saggio da parte delle banche centrali utilizzare in maniera meccanicistica delle semplici "regole di politica monetaria" che colleghino le variazioni dei

tassi di interesse ad andamenti di un piccolo gruppo di indicatori e/o di previsioni. Al contrario, le banche centrali dovrebbero procedere a una verifica incrociata e confrontare i segnali forniti da diversi indicatori, valutando le informazioni disponibili e le conseguenze delle proprie azioni alla luce di un ventaglio di modelli plausibili dell'economia. In tale contesto, una politica "robusta" (che cioè produce risultati ragionevolmente buoni nel contesto di plausibili modelli alternativi e in un'ampia gamma di possibili circostanze) rappresenta, spesso, la migliore scelta nel medio periodo.

La strategia della BCE costituisce un approccio caratterizzato da "informazione completa" in senso lato; rappresenta, cioè, uno schema decisionale che non solo include tutte le informazioni rilevanti, ma tiene anche conto delle varie – ed eventualmente diverse – interpretazioni di tali informazioni. In tale contesto, la strategia adottata dalla BCE rappresenta un approccio che riduce i rischi di errori di politica economica causati dall'eccessivo affidamento a un unico indicatore o modello. Poiché adotta un approccio diversificato all'interpretazione delle condizioni economiche, si può dire che la strategia della BCE facilita l'adozione di una politica monetaria "robusta" in condizioni di incertezza.

#### Teorie alternative dell'inflazione

Un segno dell'incertezza che circonda l'economia, e della comprensione imperfetta che di essa si ha,

è rappresentato dall'ampio ventaglio di modelli del processo inflazionistico proposti dalla letteratura economica, che incorporano una molteplicità di tesi sul ruolo della moneta nell'economia e sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Molti di questi modelli colgono elementi importanti della realtà, ma nessuno sembra essere in grado di descriverla nella sua interezza. Ogni modello è, quindi, necessariamente incompleto.

Poiché l'insieme di modelli plausibili è molto vasto, ogni analisi di politica monetaria deve essere organizzata all'interno di un quadro semplificato. La BCE ha scelto di articolare la sua analisi in due pilastri. Al riguardo, ha tenuto conto del fatto che è estremamente difficile incorporare un ruolo rilevante della moneta nei modelli tradizionali dell'economia reale, quali quelli normalmente utilizzati negli esercizi di previsione macroeconomica, a dispetto del consenso generale sul fatto che l'inflazione è, in ultima analisi, un fenomeno monetario. Si può, quindi, ritenere che il primo pilastro rappresenti un gruppo di modelli di determinazione del livello dei prezzi che assegnano un ruolo importante alla moneta. Il secondo pilastro include una serie di modelli alternativi del processo inflazionistico, principalmente quelli che mettono in risalto l'interazione tra offerta e domanda e/o le pressioni esercitate dai costi.

Naturalmente nessuno dei due pilastri rappresenta, di per sé, un unico rigido approccio. All'interno di entrambi – ma soprattutto nel secondo – esiste tutta una serie di modelli e di loro diverse articolazioni. Inoltre, questi insiemi di modelli subiscono un'evoluzione continua, con la messa a punto di nuovi strumenti empirici e analitici.

Ovviamente, è possibile che vi siano circostanze in cui dai due pilastri emergono indicazioni contrastanti ai fini della definizione della politica monetaria. Questa "tensione" potenziale non deve essere vista come un limite della strategia. Al contrario, essa rappresenta in realtà l'essenza stessa di una strategia "robusta", nel senso discusso in precedenza. È solo svelando e affrontando esplicitamente questa tensione tra le informazioni raccolte all'interno dei due pilastri che è possibile formulare una risposta di politica monetaria "robusta". In generale, la necessità di conciliare segnali potenzialmente contrastanti è, di per sé, una fonte importante di

comprensione e un ulteriore stimolo a intendere, in maniera più profonda, la situazione economica.

### **Gli inconvenienti di strategie impiegate su uno solo dei due pilastri**

Sono due le principali argomentazioni che sconsigliano di affidarsi esclusivamente al primo pilastro per l'analisi alla base delle decisioni di politica monetaria. In primo luogo, a causa della variabilità della velocità di circolazione della moneta, può essere talvolta difficile interpretare gli andamenti monetari a breve termine ed estrarne i segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi. Distorsioni nel contenuto informativo di M3 (e delle sue componenti e contropartite) possono essere generate da fattori particolari, quali modifiche del regime di tassazione degli interessi sui depositi, mutamenti normativi, ecc. L'innovazione finanziaria, specie se non prevista, può essere anch'essa causa di difficoltà nella comprensione delle proprietà della moneta in qualità di indicatore dell'evoluzione futura dei prezzi.

In secondo luogo, fare esclusivo affidamento sul primo pilastro comporta il pericolo che si presti insufficiente attenzione ai rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine che scaturiscono dagli andamenti di variabili diverse dalla moneta. Ad esempio, aumenti eccessivi dei salari nominali o di altri costi potrebbero radicarsi e autoalimentarsi, incidendo, quindi, sull'andamento del livello dei prezzi nel medio termine. Tali pericoli per la stabilità dei prezzi non sono necessariamente segnalati dai dati monetari in maniera tempestiva. Sebbene un'inflazione persistente sia associata, in ultima analisi, a una crescita monetaria più rapida, minacce di questo tipo alla stabilità dei prezzi possono essere individuate più tempestivamente effettuando un'analisi dei dati sui salari e sui costi e una valutazione approfondita degli andamenti del mercato del lavoro e degli altri mercati.

Allo stesso tempo, sarebbe ugualmente sconsigliabile fare esclusivo affidamento sul secondo pilastro; nella misura in cui questo si concentra su indicatori congiunturali della dinamica dei prezzi, esiste il pericolo di introdurre nella politica monetaria una distorsione di breve periodo, che contrasterebbe con l'esigenza di mantenere un orientamento di medio periodo.

Il fatto che il secondo pilastro include anche proiezioni e previsioni con un orizzonte temporale superiore a un anno non modifica tale interpretazione. Le normali proiezioni e previsioni macroeconomiche sono sempre circondate da notevole incertezza, che diventa tanto maggiore quanto più l'orizzonte temporale di previsione si allunga. Ciò rende difficoltoso affidarsi esclusivamente a proiezioni e previsioni relative al secondo pilastro nell'ambito di una politica monetaria orientata al medio termine.

Inoltre, la natura fondamentalmente monetaria dell'inflazione – dimostrata in molti studi – indica che basarsi interamente sul secondo pilastro è fuorviante. A ciò va aggiunto che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine individuati dall'analisi condotta nell'ambito del secondo pilastro potrebbero essere considerati di importanza limitata per le decisioni di politica monetaria se, contemporaneamente, l'analisi del primo pilastro indica che queste pressioni inflazionistiche non saranno sostenute da una crescita monetaria più rapida. Uno degli scopi del primo pilastro è proprio quello di garantire e segnalare un impegno a un'analisi approfondita dell'andamento degli aggregati monetari.

#### **Le difficoltà di fondere i due pilastri in un unico approccio analitico in modo trasparente**

Se la discussione che precede ha chiarito che l'analisi dovrebbe essere sempre condotta nell'ambito di entrambi i pilastri, dovrebbe anche essere palese che non è possibile nella pratica combinare queste due forme di analisi, in maniera trasparente, all'interno di un unico approccio analitico. In effetti, la conduzione della politica monetaria è troppo complessa e le condizioni in cui le banche centrali operano troppo incerte per fare affidamento su un unico modello o approccio.

## **4 Osservazioni conclusive**

Il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è l'obiettivo primario della politica monetaria unica. Tutti gli elementi della strategia di politica monetaria della BCE servono a realizzare tale obiettivo.

Pertanto, sebbene le procedure interne delle banche centrali che perseguono una politica orientata alla stabilità possano essere sostanzialmente analoghe sotto questo profilo, possono sussistere differenze di strategia per quanto riguarda la comunicazione al pubblico dell'analisi sottostante le decisioni di politica monetaria. In tale contesto, è possibile che vi sia un certo contrasto tra i due obiettivi della semplicità e della trasparenza. Adottare una forma semplice di comunicazione può, a prima vista, contribuire a rendere più facilmente comprensibile la descrizione della politica monetaria, ma non riuscirà a dare in modo veritiero un'idea della complessità dell'analisi che le banche centrali devono svolgere.

L'approccio della BCE, fondato su due pilastri, realizza un equilibrio tra l'esigenza di chiarezza e semplicità, da un lato, e quella di trasparenza e verità dall'altro. La struttura a due pilastri riconosce l'esigenza delle banche centrali di organizzare la presentazione di un ampio ventaglio di informazioni e di una gamma di modelli e strumenti analitici in maniera chiara, all'interno di un quadro coerente. Allo stesso tempo, i due pilastri della strategia rappresentano i diversi tipi di analisi condotti dalla BCE e la necessità di effettuare verifiche incrociate sui risultati di tali analisi al fine di formulare una valutazione complessiva, su cui fondare una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi.

La struttura a due pilastri nell'ambito della quale vengono comunicate al pubblico le decisioni di politica monetaria mostra una stretta corrispondenza con la struttura utilizzata all'interno della BCE per organizzare l'analisi di supporto alle decisioni di politica monetaria. Se si definisce la trasparenza come il grado di corrispondenza tra le spiegazioni delle decisioni presentate al pubblico e le effettive procedure interne su cui si basano tali decisioni, allora l'approccio della BCE alla comunicazione della politica monetaria può essere considerato come uno dei più trasparenti al mondo.

Il fulcro della strategia della BCE è l'annuncio di una definizione quantitativa del suo obiettivo primario, la stabilità dei prezzi. Mediante questo annuncio, la BCE fornisce un termine di riferimento chiaro rispetto al quale il pubblico può

valutare i risultati della politica monetaria. I due pilastri sono strumenti che facilitano il raggiungimento di questo obiettivo primario, ma non rappresentano obiettivi indipendenti della politica monetaria, con un valore in quanto tali. I due pilastri formano un quadro di riferimento all'interno del quale organizzare e strutturare le analisi – diverse e ad ampio spettro – che sono alla base delle decisioni di politica monetaria.

Dati i ritardi temporali che caratterizzano il processo di trasmissione della politica monetaria, le banche centrali hanno bisogno di concentrare la propria attenzione sugli sviluppi futuri, adottando un orientamento di medio termine. Allo stesso tempo, la BCE si trova a fronteggiare notevoli incertezze per quanto attiene, tra l'altro, l'affidabilità degli indicatori economici disponibili, la struttura dell'economia nell'area dell'euro e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria unica. Le decisioni di politica monetaria devono tenere conto di tali incertezze.

In questo contesto, affidarsi a un unico indicatore o a un unico schema di analisi comporterebbe un rischio troppo elevato. Una politica monetaria ben congegnata deve essere in grado di garantire la stabilità dei prezzi alla luce di un'ampia gamma di interpretazioni plausibili dell'economia. Utilizzare diversi indicatori e modelli interpretativi – piuttosto che limitarsi a un approccio unico, inevitabilmente incompleto – consente di ridurre il rischio di errori nella conduzione della politica monetaria.

La strategia adottata dalla BCE costituisce uno schema che realizza tale approccio diversificato. Il ruolo di primo piano assegnato alla moneta nella strategia della BCE (il cosiddetto primo pilastro) garantisce un'analisi approfondita dell'andamento delle variabili monetarie, tenendo conto della natura dell'inflazione che è, in ultima analisi, monetaria. Allo stesso tempo, il secondo pilastro della strategia assicura che altre forme di analisi, quali lo studio delle interazioni tra domanda e offerta o delle pressioni provenienti da variabili di costo, siano anch'esse incorporate nel processo di definizione della politica monetaria. In tal modo, si tiene anche conto degli andamenti di più breve periodo e dei connessi rischi per la stabilità dei prezzi, dal momento

che tale dinamica congiunturale dei prezzi può propagarsi all'evoluzione dell'inflazione nel medio periodo. La struttura a due pilastri della strategia contribuisce a garantire che le informazioni e le analisi prodotte sulla base di un approccio metodologico siano sempre verificate con le informazioni e analisi prodotte in base all'altro. Tale disciplina viene imposta non solo all'analisi interna, ma anche alla comunicazione con l'esterno, sottolineando la trasparenza dell'approccio della BCE.

L'impiego pratico della strategia di politica monetaria della BCE, dal gennaio 1999, ha mostrato in che modo questi elementi abbiano regolato la conduzione della politica monetaria unica. In particolare, nel comunicare e spiegare al pubblico le sue decisioni di politica monetaria per quasi due anni, la BCE ha sempre dovuto (a) giustificare in che modo una decisione abbia contribuito, in prospettiva, al mantenimento della stabilità dei prezzi; (b) spiegare il ruolo ricoperto, in tale decisione, dall'andamento degli aggregati monetari; (c) spiegare il ruolo delle tendenze degli altri indicatori, nonché di proiezioni e previsioni; (d) dar conto – ogni volta che sono emerse potenziali discrepanze – delle diverse indicazioni provenienti dai due pilastri e spiegare in che modo esse siano state riconciliate nella decisione finale. Il fatto di dover considerare questi aspetti in maniera sistematica, insieme alla evidente priorità dell'obiettivo primario, ha imposto una disciplina rigorosa alle decisioni della BCE, evitando al contempo ogni applicazione meccanica di regole di politica monetaria semplicistiche, "da libro di testo".

Nel modo in cui viene presentata al pubblico, la strategia della BCE sembra essere più complessa rispetto ad alcune alternative. Tuttavia, tale complessità riflette le circostanze complessive in cui vengono prese le decisioni di politica monetaria. Inoltre, la BCE ha adottato una strategia nuova – e, pertanto, poco nota – che differisce da quelle perseguite da altre banche centrali prima dell'introduzione della politica monetaria unica. È stato, quindi, necessario un processo di apprendimento e di acquisizione di maggior dimestichezza con il nuovo regime. Vi sono indicazioni che la comprensione della strategia della BCE stia migliorando. Il presente articolo vuole essere un contributo al consolidamento di tale processo.