

## IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria nelle economie del G3 ha mantenuto un indirizzo fortemente accomodante. Tuttavia, negli Stati Uniti il perdurare dell'espansione economica e una mutata configurazione dei rischi, da uno scenario di disinflazione indesiderata e congiuntura debole a possibili pressioni inflazionistiche, hanno indotto la Federal Reserve a ridurre il grado di condiscendenza monetaria con una serie di incrementi gradualisti del tasso obiettivo sui *federal fund*. La BCE non ha modificato il proprio tasso ufficiale in considerazione del fatto che una crescita economica al di sotto del potenziale e l'apprezzamento dell'euro continuavano a moderare le spinte inflazionistiche. La Bank of Japan ha tenuto il proprio tasso ufficiale a zero in quanto l'effetto di fattori economici e finanziari avversi si è rivelato sufficientemente forte da escludere un'uscita dalla deflazione. Nondimeno, grazie a un certo miglioramento nelle condizioni del mercato finanziario l'abbandono da parte della banca centrale giapponese della politica non convenzionale di "allentamento quantitativo" è apparso più imminente. Poiché la ripresa delle rispettive economie proseguiva in un contesto di bassi tassi di interesse ufficiali, era ben presente alle autorità monetarie del G3 la necessità di comunicare con chiarezza le loro strategie di uscita dalla fase di allentamento.

Nelle economie industriali minori i fattori di preoccupazione per le autorità monetarie sono stati più differenziati. Alcune banche centrali hanno optato per politiche monetarie decisamente accomodanti, altre per orientamenti più neutrali. Molte di esse hanno innalzato leggermente i tassi ufficiali man mano che si consolidavano le prospettive di crescita all'interno e all'estero; in alcuni casi i più stringenti vincoli in termini di risorse hanno fatto temere per la stabilità dei prezzi. Sulle decisioni di politica monetaria hanno continuato a influire i livelli di debito, l'esuberanza dei mercati delle abitazioni e considerazioni legate all'evoluzione del tasso di cambio.

Nel periodo in esame gli sviluppi esterni, e in particolare i movimenti nei prezzi del petrolio e di altre materie prime, hanno svolto un ruolo preminente in tutte le economie. Confrontando questi e altri sviluppi recenti con movimenti analoghi verificatisi alla fine degli anni sessanta e nei primi anni settanta, si osservano sorprendenti analogie. Nella seconda parte del capitolo l'esperienza storica viene passata in rassegna e confrontata con la situazione presente per valutare quali probabilità vi siano che la storia si ripeta. In un contesto più ampio, il raffronto contribuisce anche a chiarire il tipo di rischi che si potrebbero porre alle autorità monetarie.

## Rassegna degli sviluppi

### Stati Uniti

La Federal Reserve innalza i tassi con manovre graduali ...

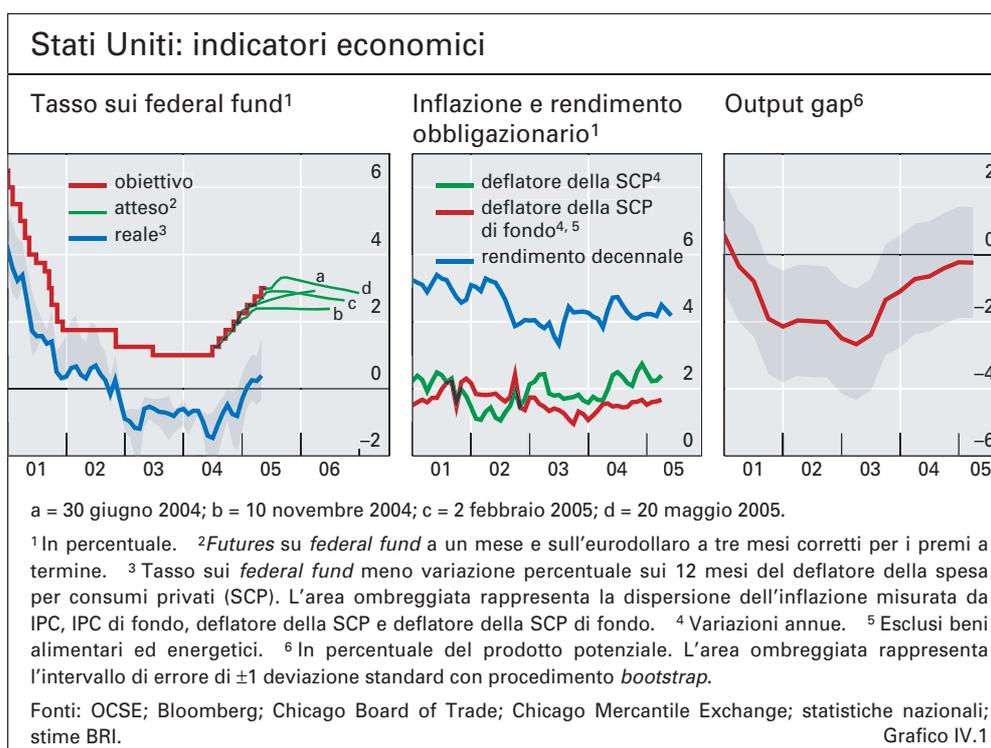
La Federal Reserve ha ridotto il grado di accomodamento della politica monetaria durante tutto il periodo in esame. Nonostante otto incrementi di 25 punti base ciascuno, il tasso obiettivo sui *federal fund* si attestava a fine periodo al 3%, un livello pur sempre inferiore al tasso di interesse neutrale o naturale convenzionalmente stimato per gli Stati Uniti. A primavera inoltrata i mercati finanziari continuavano ad attendersi ulteriori rialzi.

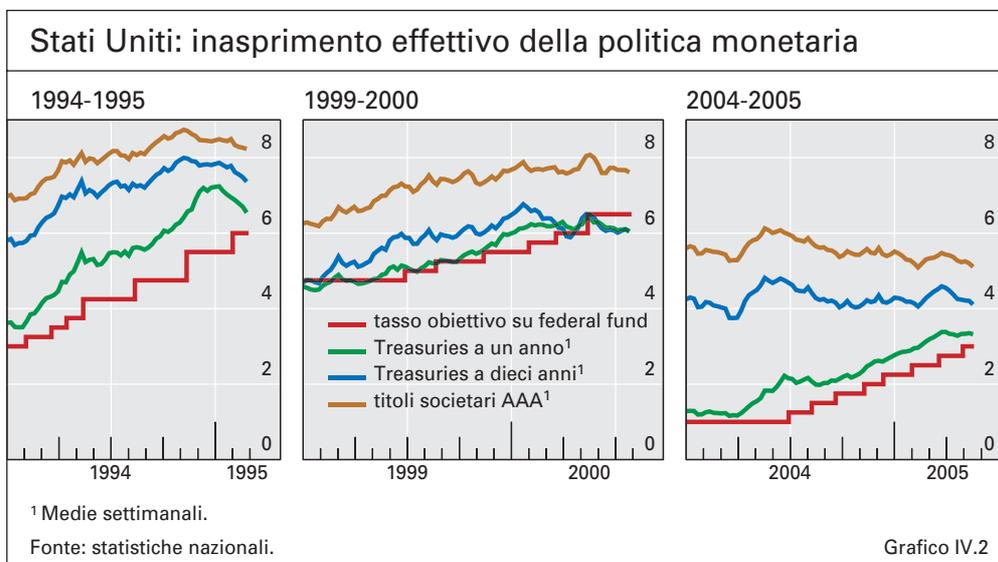
... e trasparenti

Un aspetto importante della manovra di inasprimento della Federal Reserve è stata la sua trasparenza. Gli aumenti dei tassi sono stati chiaramente segnalati, in parte per minimizzare eventuali tensioni nel sistema finanziario. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha manifestato le proprie intenzioni in vari modi, ad esempio mediante comunicati stampa, verbali delle riunioni e dichiarazioni di suoi membri. I mercati finanziari hanno generalmente tenuto il passo con gli interventi del FOMC, senza che vi siano state grandi sorprese circa la direzione e l'entità delle manovre.

Tuttavia, i tassi ufficiali rimangono prossimi allo zero in termini reali ...

Questo approccio graduale mirava a contemperare i rischi per una crescita durevole con il desiderio di preservare la stabilità dei prezzi, giacché l'espansione economica in atto ormai da quattro anni continuava a ridurre i margini di sottoimpiego delle risorse (grafico IV.1). Nondimeno, sono sorti interrogativi circa l'adeguatezza degli incrementi del tasso sui *federal fund* al fine di conseguire il grado di riduzione dell'allentamento voluto dal FOMC. Il timore era che un rialzo dell'inflazione generale si traducesse nell'arco del periodo in un livello *ex post* molto basso dei tassi ufficiali in termini reali, inferiore a zero nel 2004 e di poco superiore nei primi mesi del 2005.





Inoltre, la risposta inconsueta dei tassi di interesse a più lungo termine al graduale inasprimento sollevava una serie di ulteriori quesiti. In passato, le principali fasi restrittive si erano generalmente accompagnate a un significativo aumento dei tassi di mercato sia a breve che a lunga (grafico IV.2). In questa occasione, mentre i tassi a breve si sono mossi in sintonia con il tasso ufficiale, i rendimenti sui titoli a reddito fisso con maggiore scadenza non hanno mostrato alcuna decisa tendenza ascendente, muovendosi anzi verso il basso (Capitolo VI). Questa dinamica induceva alcuni osservatori a chiedersi se l'azione monetaria stesse producendo l'effetto restrittivo desiderato sulla domanda aggregata. La Federal Reserve faceva tuttavia notare che una delle ragioni della risposta attenuata dei tassi a lungo termine andava ricercata nel fatto che le aspettative di inflazione nel più lungo periodo apparivano più basse e più saldamente ancorate che in passato. Ciò implicava che sarebbe bastata una manovra di contenimento della domanda di entità più modesta.

Vi era parimenti la possibilità che il comportamento anomalo dei tassi a lungo termine segnalasse considerazioni di altro genere, con ulteriori implicazioni contrastanti per la politica monetaria. Il profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti poteva indicare che i mercati si attendevano un peggioramento delle prospettive di crescita a lungo termine, il che avrebbe potuto forse richiedere un orientamento monetario più permissivo. Tuttavia, il basso livello dei tassi a lunga, insieme alla compressione dei rendimenti e ai crescenti prezzi delle attività, poteva altresì essere interpretato come indicativo di una eccessiva assunzione di rischio degli investitori durante il prolungato periodo di espansione monetaria. Anche l'accelerazione dei prezzi delle abitazioni faceva ritenere che tali forze fossero operanti. Una simile interpretazione suggeriva l'eventuale necessità di un aumento dei tassi ufficiali maggiore di quanto scontato dai mercati finanziari, al fine di assorbire l'eccesso di liquidità.

Nel periodo in esame le decisioni di politica monetaria USA sono state ulteriormente complicate dalla necessità di affrontare una serie di sviluppi imprevisti e potenzialmente inflazionistici. Il forte rialzo dei prezzi dell'energia,

... e quelli a lunga si comportano in maniera atipica per una fase di inasprimento ...

... facendo temere un eccesso di liquidità

Altre fonti di preoccupazione sono l'impennata dei prezzi dell'energia ...

... il deprezzamento del dollaro ...

e in particolare del petrolio, ha suscitato timori circa la stabilità dei prezzi e gli eventuali effetti negativi sulla crescita. Nondimeno, in presenza di un'inflazione di fondo saldamente al disotto del 2% le autorità monetarie hanno ritenuto che la minaccia inflazionistica fosse abbastanza contenuta, pur meritando un attento monitoraggio. Anche il marcato deprezzamento del dollaro rappresentava un potenziale problema per la politica monetaria. Tuttavia, il livello costantemente basso dei prezzi all'importazione e l'apparente affievolirsi negli anni recenti degli effetti di traslazione del cambio sui prezzi, sembravano ridurre l'esigenza di un'azione più aggressiva. Da evidenze aneddotiche, alla fine del periodo in esame emergeva che il potere di determinazione dei prezzi delle imprese era aumentato. Se ciò segnalasse una nuova tendenza, si renderebbe necessario un abbandono dell'indirizzo accomodante in tempi più brevi.

... e la tendenza della produttività

Un ulteriore problema per il FOMC era rappresentato da un possibile rallentamento della crescita strutturale della produttività, dato che lo scorso anno il prodotto per ora lavorata è diminuito e sono aumentati i costi unitari del lavoro. Pur non essendo individuabile una chiara inversione di tendenza, l'azione monetaria doveva considerarne le possibili implicazioni. A breve termine, i margini di profitto erano sufficientemente ampi da mitigare gli effetti inflazionistici, e quindi la necessità di una sequenza più aggressiva di aumenti del tasso ufficiale in assenza di indicazioni oggettive più certe. Nel medio periodo, un calo della produttività tendenziale poteva tradursi in un più basso livello del tasso di interesse naturale e quindi del tasso sui *federal fund* alla fine della fase restrittiva.

Considerato un obiettivo esplicito di inflazione

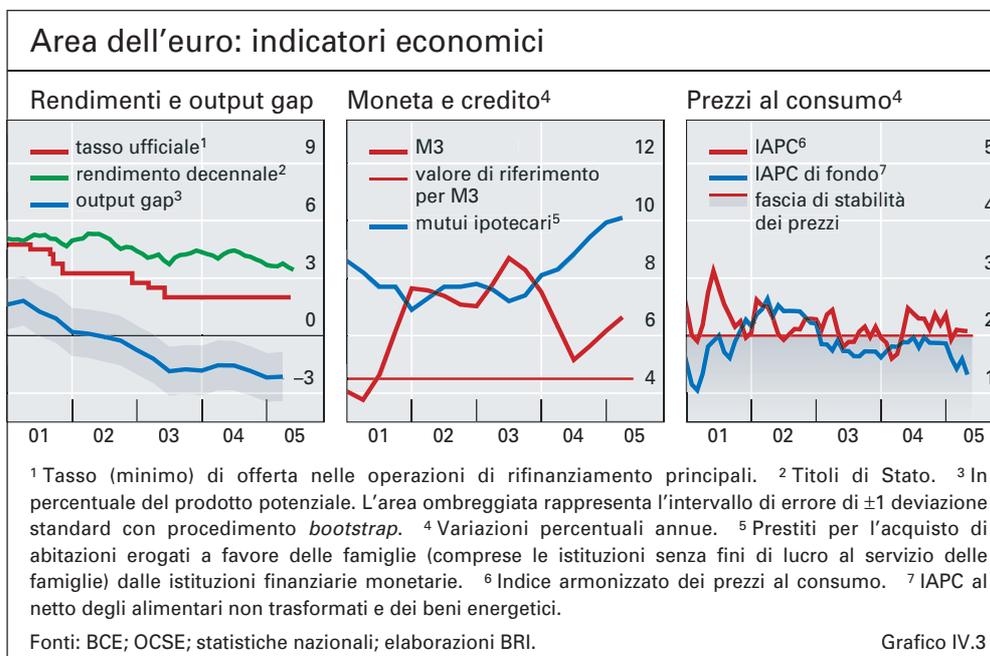
Un quesito importante affrontato dalla Federal Reserve nei primi mesi di quest'anno era se un obiettivo esplicito di inflazione avrebbe favorito una *performance* dell'economia americana ancor migliore. Il dibattito in seno al FOMC su vantaggi e svantaggi derivanti dalla formulazione di un obiettivo esplicito di stabilità dei prezzi va inquadrato nel più ampio riesame dell'assetto istituzionale della banca centrale nell'intento di accrescerne la trasparenza, come mostra la recente decisione del Comitato di accelerare la pubblicazione dei verbali delle sue riunioni e di estendere l'orizzonte previsivo annunciato. Il FOMC ha precisato che se da un lato un obiettivo di inflazione esplicito potrebbe rafforzare l'ancoraggio inflazionistico dell'economia, accrescere la trasparenza delle decisioni interne e quindi la comunicazione con il pubblico, dall'altro esso potrebbe pregiudicare il tradizionale mandato della Federal Reserve a sostegno sia dell'attività economica sia della stabilità dei prezzi, limitando la flessibilità della sua reazione a mutate condizioni economiche e finanziarie.

### *Area dell'euro*

La BCE mantiene invariati i tassi ...

... data la debole attività economica e un'inflazione superiore all'obiettivo di stabilità

In considerazione della dinamica generalmente moderata dell'inflazione e della fiacca attività economica nell'area dell'euro, la BCE ha continuato a perseguire una politica monetaria espansiva. Il tasso ufficiale, che si situava al 2% nella tarda primavera, è stato mantenuto invariato da due anni, al fine di contemperare il disagio derivante da un'inflazione che oltrepassava il limite superiore indicato dalla BCE nella definizione di stabilità dei prezzi e le preoccupazioni derivanti da una *performance* economica inferiore alla media. Benché

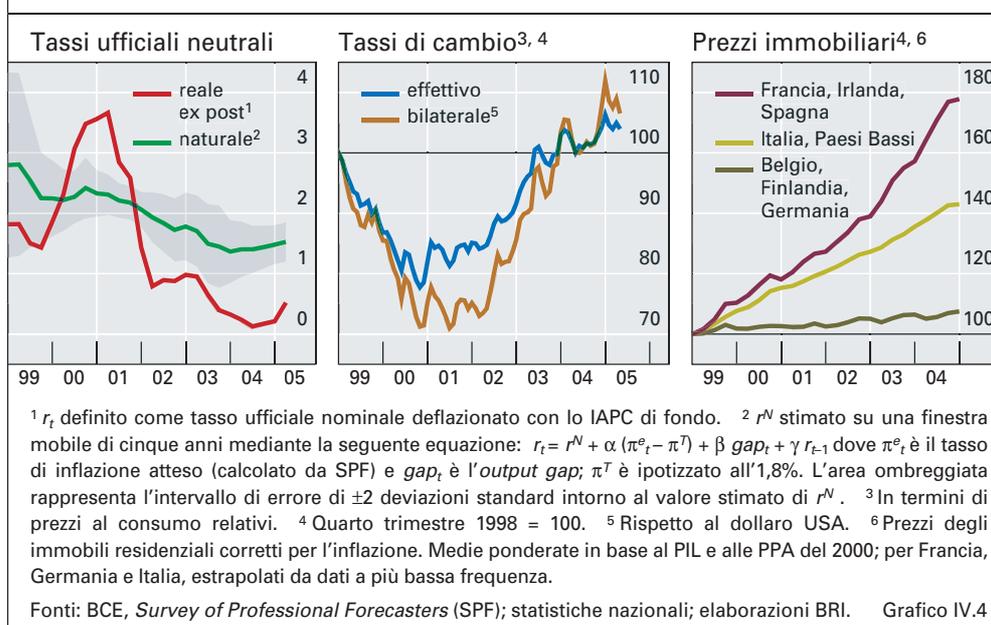


l'impennata dei prezzi del petrolio facesse temere un deterioramento delle prospettive inflazionistiche a breve termine e persino un ritorno alla stagflazione, vi erano scarse indicazioni di una traslazione dei rincari dell'energia e di altre materie prime sull'inflazione di fondo, sul processo di formazione dei salari e sulle aspettative inflazionistiche a medio termine. La BCE ha pertanto concluso che il rischio di un'inflazione generalizzata non era tale da giustificare un innalzamento dei tassi. In parte, ciò era motivato dal fatto che sembrava persistere un sottoimpiego di capacità a causa della lenta crescita economica (grafico IV.3). Con un'inflazione non lontana dal limite superiore indicato nella definizione di stabilità dei prezzi della BCE – data da un'inflazione inferiore, ma prossima al 2% – il tasso ufficiale si avvicinava a zero in termini reali. Analogamente agli Stati Uniti, questo livello è decisamente inferiore alle stime del tasso di interesse naturale. Ciò significa che se l'economia riprendesse slancio la BCE dovrebbe inasprire la politica monetaria per tenere sotto controllo eventuali pressioni inflazionistiche (grafico IV.4).

Nuovamente in analogia con gli Stati Uniti, si è posta la questione delle conseguenze derivanti dal prolungato periodo di espansione monetaria. Da un lato, come già notato, non sembravano sussistere imminenti minacce sul fronte dei prezzi. Dall'altro, la crescita di M3 continuava a superare il valore di riferimento del 4½% fissato dalla BCE. Una rapida espansione degli aggregati monetari ampi segnala tipicamente un indirizzo accomodante della politica monetaria che potrebbe sfociare in una recrudescenza dell'inflazione. Mentre in passato la crescita sostenuta di M3 era stata attribuita a una maggiore domanda precauzionale di disponibilità monetarie, lo scorso anno le ragioni dell'ulteriore accelerazione sono risultate di più difficile individuazione. Di conseguenza, la BCE ha posto l'accento sui tradizionali rischi a medio termine per la stabilità dei prezzi derivanti da una simile espansione monetaria.

I problemi di valutazione a medio termine sono accentuati dalla rapida crescita di M3 ...

## Area dell'euro: tassi ufficiali e andamenti di mercato



... nonché dalla sostenuta espansione del credito e dal rincaro delle abitazioni

L'approccio a due pilastri adottato dalla BCE ai fini della sua valutazione a medio termine offre anche un modo meno convenzionale di considerare i rischi di politica monetaria. L'accelerazione della crescita di M3 nell'area dell'euro dalla metà del 2004 ha coinciso con una più rapida espansione del credito, specie dei mutui ipotecari. Sotto questo aspetto, il proseguimento della politica di bassi tassi di interesse, con le sue naturali conseguenze sui rendimenti a lungo termine, potrebbe alimentare un'inflazione dei prezzi non solo di beni e servizi ma anche delle abitazioni, incoraggiando un'accumulazione di debito a livelli senza precedenti. Nell'accezione più convenzionale, un aumento dei tassi ufficiali dovrebbe prevenire un surriscaldamento dell'economia e un rialzo dell'inflazione; in quella meno convenzionale, più alti tassi ufficiali servirebbero ad assorbire gli squilibri finanziari prima che un'impennata dei prezzi delle attività e una successiva inversione di tendenza minaccino la stabilità dei prezzi in senso deflazionistico.

Le divergenti tendenze regionali dei prezzi delle abitazioni rappresentano una complicazione

Anche la tendenza dei prezzi delle abitazioni ha costituito un potenziale fattore di complicazione per la politica monetaria a causa delle differenze regionali nell'area dell'euro. Gli anemici mercati immobiliari in Austria e Germania, per esempio, contrastano con quelli di Francia e Spagna, dove i prezzi delle abitazioni hanno fatto segnare incrementi percentuali a due cifre (Capitolo II). La BCE ha manifestato preoccupazione per i rincari registrati in diversi paesi membri, ma ha anche posto in rilievo che il suo mandato diretto la obbligava a reagire solo nella misura in cui ciò avrebbe influito sulle condizioni macroeconomiche dell'intera area. Essa ha altresì sottolineato che le questioni di stabilità finanziaria nazionale rientrano per loro natura nella sfera di competenza delle autorità di vigilanza nazionali e delle banche centrali dell'area.

Il forte apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel 2004 ha rappresentato una sfida per la BCE. Pur contribuendo ad arginare le spinte

inflazionistiche a breve termine, esso addossava l'onere dell'aggiustamento principalmente sul settore orientato all'esportazione. Inoltre, poiché il disavanzo corrente USA continuava a salire a livelli senza precedenti, non era da escludersi un ulteriore deprezzamento del dollaro (Capitolo V).

Il forte apprezzamento dell'euro pone una sfida

### Giappone

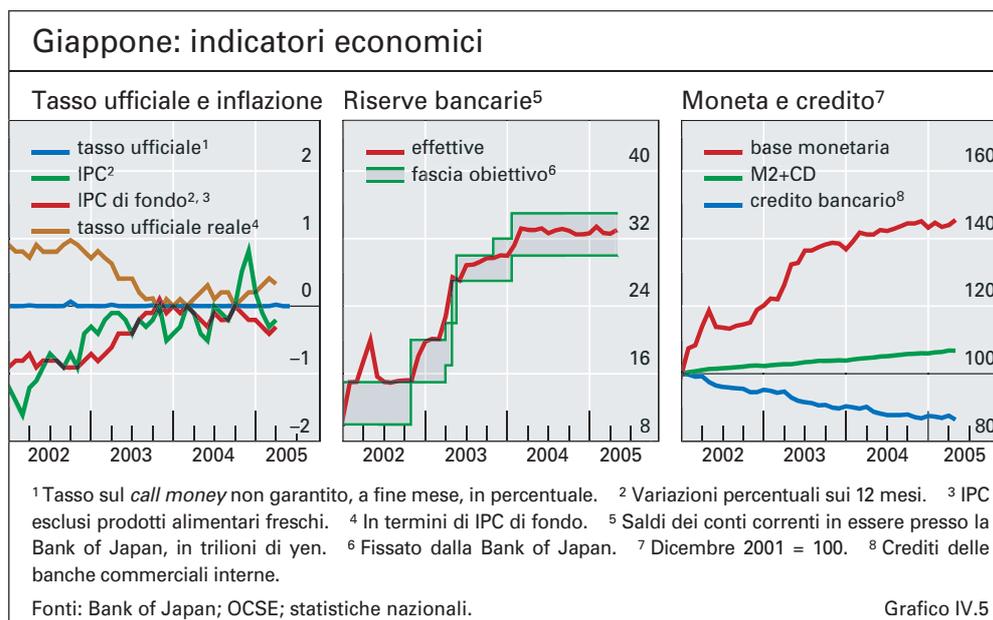
La banca centrale ha mantenuto la sua politica di "allentamento quantitativo", fortemente accomodante, lasciando i tassi ufficiali a breve sostanzialmente ancorati a zero (grafico IV.5). Il mantenimento di questa strategia non convenzionale era in parte motivato dal persistere di forze deflative in un'economia stagnante che accusava un livello di sottoimpiego elevato, anche se in calo. I significativi progressi compiuti nel settore finanziario, che tuttora risente delle conseguenze del crollo dei prezzi delle attività degli anni novanta, hanno tuttavia mitigato i timori che l'economia giapponese stesse precipitando in una spirale deflazionistica (Capitolo VII). Nondimeno, l'indirizzo monetario condiscendente ha prodotto solo un modesto aumento degli aggregati monetari più ampi, non essendo emersi segnali decisivi di una svolta nell'attività creditizia delle banche.

La banca centrale mantiene il tasso ufficiale a zero dato il persistere della deflazione

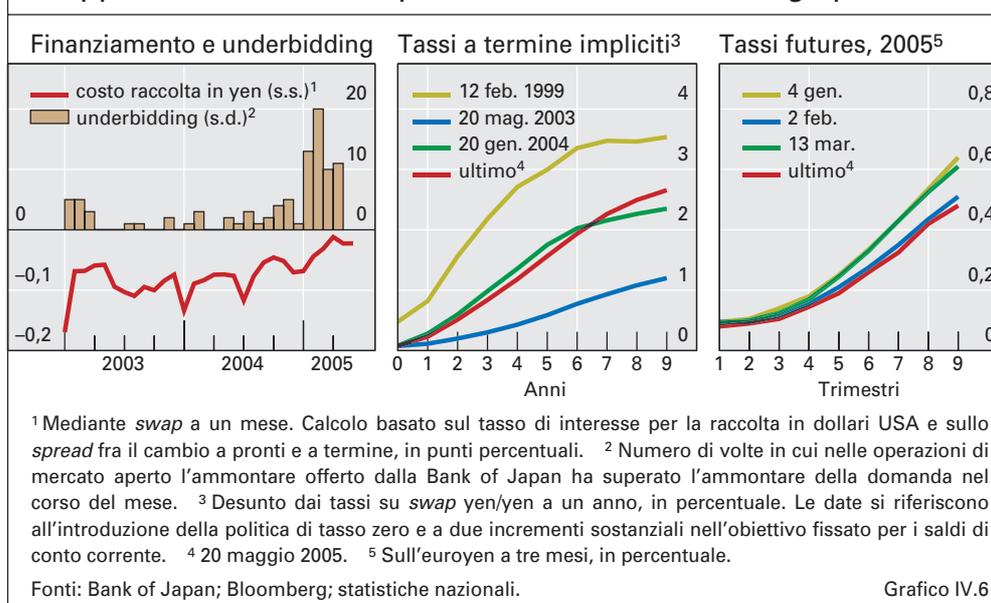
La Bank of Japan ha lasciato invariata la fascia obiettivo di ¥30-35 trilioni fissata per i saldi di conto corrente presso la banca centrale. In realtà, alcuni membri del Policy Board avevano manifestato crescenti dubbi sulla compatibilità di tale fascia con l'obiettivo di un'inflazione bassa e stabile. E in effetti, la possibilità di abbassarla, per la prima volta dall'adozione della politica di allentamento quantitativo nel 2001, era stata presa in considerazione dalla Banca. Ciò è avvenuto allorché in seno al Policy Board sono emerse crescenti perplessità anche per i possibili effetti collaterali dell'allentamento quantitativo, come il diffondersi del *moral hazard* tra i mutuatari, il malfunzionamento dei mercati monetari, la diminuita flessibilità della politica monetaria e l'indebolimento della disciplina di bilancio.

La fascia fissata per l'allentamento quantitativo resta invariata ...

... ma vengono sollevati dubbi sostanziali in merito a questa strategia ...



## Giappone: allentamento quantitativo ed effetti di lungo periodo



... anche a causa di difficoltà tecniche nella sua attuazione

Ad aumentare le incertezze circa la scelta appropriata della fascia obiettivo per i saldi di conto corrente hanno contribuito anche le difficoltà tecniche nell'esecuzione delle operazioni di mercato aperto destinate a immettere liquidità nel sistema. La frequenza con cui si è verificata un'insufficiente richiesta di fondi rispetto all'ammontare offerto (*underbidding*) nelle operazioni in acquisto della Banca è aumentata sensibilmente nel marzo di quest'anno (grafico IV.6). Da più parti ciò è stato interpretato come un segnale che la domanda di liquidità del mercato stava diminuendo per effetto delle migliorate condizioni di solidità del settore bancario. In particolare, man mano che le banche rafforzavano la propria posizione patrimoniale si riduceva il costo della loro raccolta di fondi in dollari USA mediante operazioni di *swap* in yen. Per anni, le banche con depositi in dollari, specie istituti esteri, avevano stipulato *swap* valutari contro la moneta giapponese a costi negativi di finanziamento in yen. Per queste banche risultava proficuo detenere saldi in yen sotto forma di attività liquide a basso rendimento, o persino su conti correnti a tasso zero presso la banca centrale. Allorché è venuto meno il differenziale di *swap* agli inizi di quest'anno, è cessata anche la domanda di saldi di conto corrente generata dalle banche estere.

Le reazioni di mercato sottolineano l'importanza della strategia di comunicazione della banca centrale ...

Sebbene riconducibile a fattori tecnici disgiunti dall'orientamento monetario, l'incapacità della Banca di generare una sufficiente domanda per le sue operazioni, rimaste per lo più circoscritte alle scadenze brevi, ha alimentato inizialmente aspettative di una svolta nella politica monetaria. L'inclinazione e la volatilità della curva dei rendimenti a termine si sono entrambe accentuate. Queste reazioni del mercato hanno indotto la Bank of Japan a ribadire che il problema dell'*underbidding* era puramente tecnico e non preannunciava un cambiamento di indirizzo. La Banca riaffermava inoltre il proprio impegno alla politica del tasso zero. Ciò stava a indicare che questo impegno, più che gli obiettivi in termini di saldi di conto corrente, era fondamentale per un meccanismo di trasmissione monetaria orientato al mantenimento di bassi

tassi di interesse. Indipendentemente dalle circostanze specifiche, la strategia di comunicazione della Bank of Japan è destinata ad avere un importante influsso sul contesto che verrà a crearsi nel momento in cui la Banca recederà dalla propria strategia non convenzionale di politica monetaria.

Un'opzione discussa quest'anno per riorientare le aspettative verso un'inflazione bassa e stabile è stata quella che prevede la fissazione e l'annuncio di un obiettivo esplicito di inflazione da parte della Banca. Tale questione, pur essendo già stata sollevata a più riprese in passato, è tornata di attualità nel periodo in esame, sia perché appariva più probabile un ritorno dell'inflazione su valori positivi sia per la maggiore credibilità acquisita da tale strumento. Come si è potuto osservare in altri paesi, i regimi basati su un obiettivo esplicito di inflazione possono contribuire a piegare le aspettative inflazionistiche ancorandole a un basso livello. Per la Bank of Japan, tuttavia, l'impresa sarebbe in qualche modo diversa. Essa dovrebbe creare aspettative di bassa inflazione e mantenerle tali in un'economia in espansione dopo un decennio di deflazione e di crescita inferiore al potenziale. Il contributo maggiore derivante dalla fissazione di un obiettivo esplicito – allorché i sistemi economico e finanziario si saranno consolidati – sarebbe forse quello di ridurre la probabilità che le aspettative inflazionistiche debordino verso l'alto, data la sovrabbondanza di riserve liquide. Una tale evenienza provocherebbe una crescita dei costi di indebitamento e aggraverebbe alcune fragilità radicate nell'economia, non da ultimo i problemi di imprese deboli che ancora lottano per la sopravvivenza.

... e i potenziali vantaggi di un obiettivo di inflazione esplicito

#### *Paesi con obiettivi di inflazione*

Nel periodo in esame molte banche centrali dei paesi con obiettivi quantitativi di inflazione hanno proceduto a leggeri rialzi dei tassi ufficiali. In generale, la più sostenuta crescita globale ha consentito di rafforzare la situazione economica interna, mentre il contemporaneo rincaro delle materie prime, e soprattutto del petrolio, alimentava direttamente il rischio di pressioni inflazionistiche. Secondo alcune banche centrali, un aumento dei tassi avrebbe anche contribuito a prevenire un ulteriore accumulo di debito e rincari delle attività che, in determinate circostanze, avrebbero potuto aggravare i potenziali costi di un successivo aggiustamento.

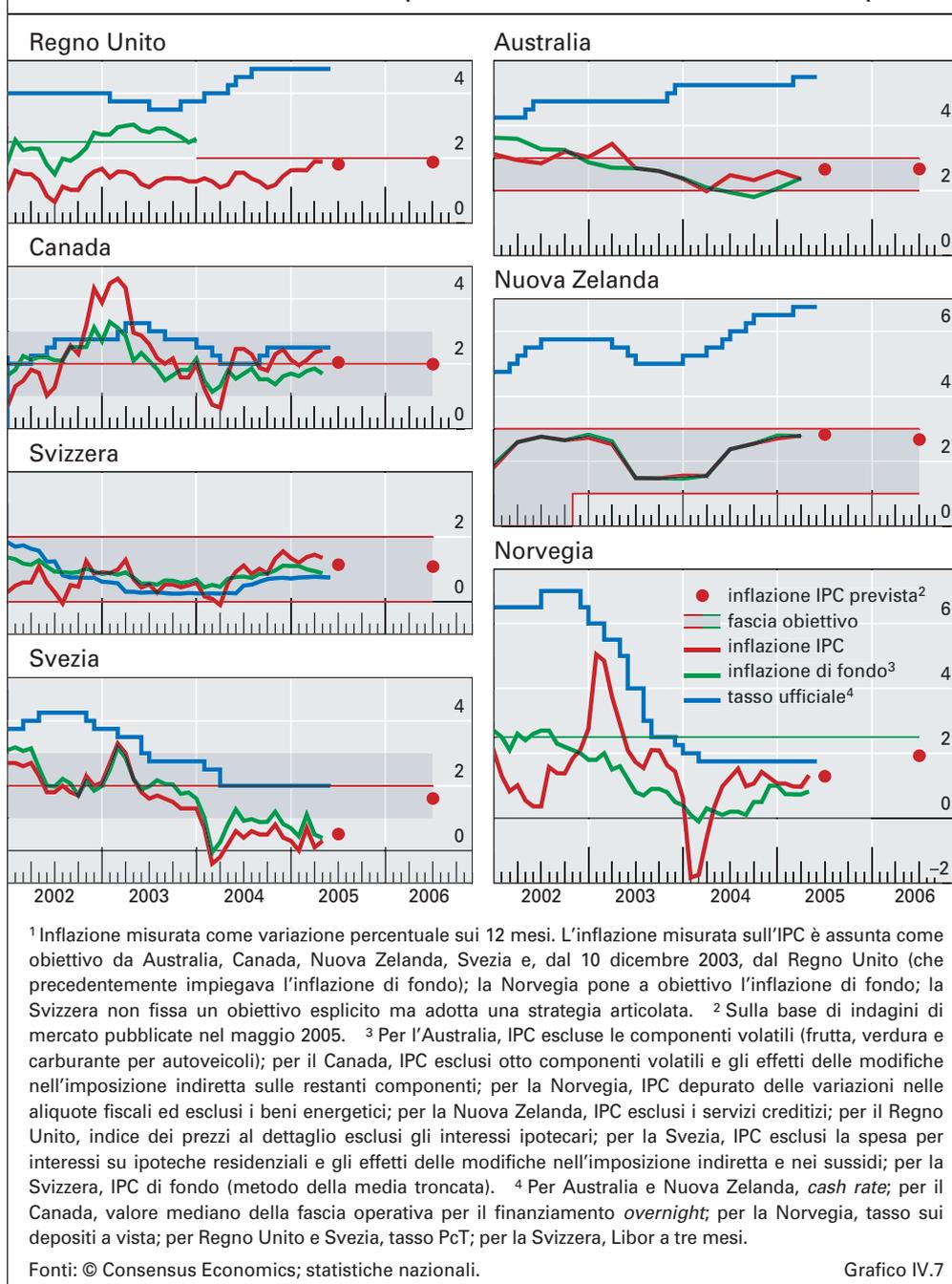
Molte banche centrali con obiettivi di inflazione inaspriscono le condizioni monetarie

Per le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda gli aumenti dei tassi ufficiali nel 2004 hanno fatto seguito a una serie di precedenti manovre restrittive (grafico IV.7). Nel caso della Bank of Canada e della Banca nazionale svizzera, il rialzo dei tassi è stato il primo dopo il minimo raggiunto dai rispettivi cicli monetari, minimo che in Svizzera aveva spinto i tassi quasi a zero. Per contro, la Sveriges Riksbank e la Norges Bank non hanno modificato i rispettivi tassi ufficiali dopo il punto di svolta inferiore toccato agli inizi del 2004. Nonostante il livello iniziale assai basso dell'inflazione, la Bank of England mantiene invariato il proprio tasso ufficiale dall'agosto 2004.

In Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito i tassi ufficiali si collocano ora in prossimità di livelli ritenuti coerenti con una crescita sostenibile non inflazionistica di lungo periodo. La Reserve Bank of Australia aveva espresso il timore che dopo 13 anni di espansione i margini di capacità inutilizzata

Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito scelgono un'impostazione monetaria quasi neutrale ...

## Inflazione e tassi ufficiali in paesi con obiettivi di inflazione espliciti<sup>1</sup>



fossero ormai esigui, con conseguente accumulo di spinte inflazionistiche. In assenza di una correzione verso l'alto del tasso ufficiale, si prevedeva che l'inflazione sarebbe salita al limite superiore della fascia obiettivo. La Nuova Zelanda, dove l'inflazione era già prossima a tale limite e l'economia dava segni di surriscaldamento, ha fatto registrare il tasso ufficiale più alto (6,75%) fra le economie industriali. Inoltre, la banca centrale neozelandese ha lasciato esplicitamente aperta la possibilità di ulteriori rialzi. Per tutto il primo semestre 2004 la Bank of England aveva inasprito le condizioni monetarie, portando il tasso ufficiale al 4,75% in agosto. A quell'epoca, il Monetary Policy Committee aveva dichiarato che stava monitorando attentamente la rapida crescita del

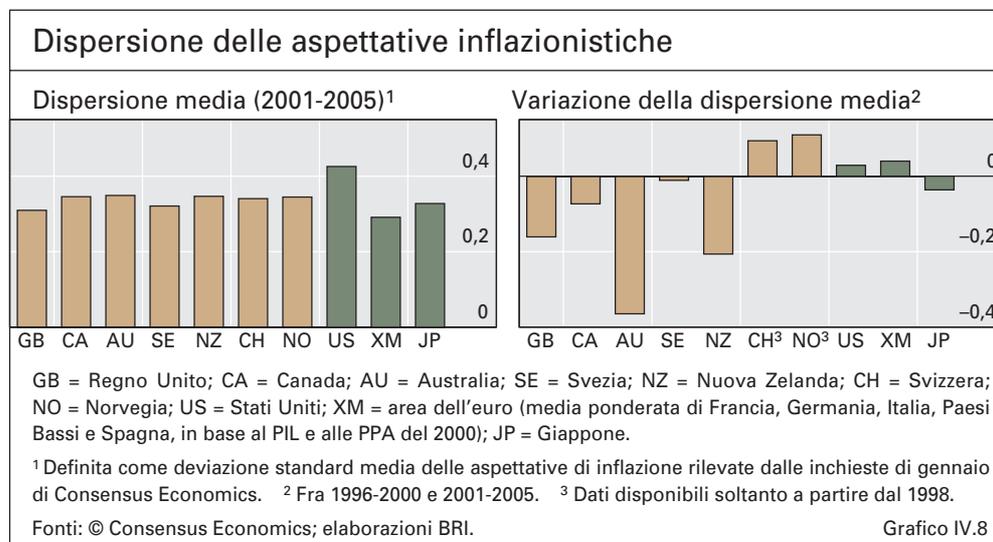
debito delle famiglie e gli elevati prezzi delle abitazioni in quanto fattori di vulnerabilità per il settore famiglie. La Bank of England aveva infatti precisato che il rialzo dei tassi era giustificato in parte dal desiderio di contrastare questi eventuali eccessi. A considerazioni analoghe si sono ispirate anche le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda.

La Bank of Canada e la Banca nazionale svizzera hanno chiuso il periodo in esame con un indirizzo monetario considerato ancora accomodante. La banca centrale canadese aveva ridotto significativamente il grado di condiscendenza monetaria verso la metà del 2004 nell'intento di moderare la crescita prima che l'economia si surriscaldasse. Tuttavia, verso la fine dell'autunno la più lenta dinamica dei prezzi del petrolio e l'apprezzamento del dollaro canadese nei confronti della moneta americana hanno indotto la Bank of Canada a rinviare ulteriori rialzi dei tassi in considerazione delle migliorate prospettive inflazionistiche a breve. Dopo aver innalzato il tasso ufficiale dal minimo storico dello 0,25 allo 0,75%, anche la Banca nazionale svizzera si è astenuta da ulteriori aumenti, poiché un inatteso indebolimento delle prospettive di crescita in Europa ha influito negativamente sulla ripresa dell'economia svizzera. La Sveriges Riksbank e la Norges Bank hanno anch'esse mantenuto i rispettivi tassi ufficiali a livelli molto bassi. Le economie nordiche hanno beneficiato di sviluppi eccezionalmente favorevoli dal lato dell'offerta che hanno dato impulso alla crescita contenendo al tempo stesso le spinte inflazionistiche e i tassi di utilizzo del lavoro. Anzi, in Svezia il calo dei prezzi all'importazione e una più forte crescita della produttività hanno fatto temere una flessione generalizzata dell'indice dei prezzi. In Norvegia, nonostante la situazione di sottoimpiego di risorse, permaneva un rischio inflazionistico in parte per effetto delle più favorevoli prospettive di investimento nel settore energetico.

Per varie banche centrali gli elementi di vulnerabilità insiti nella concomitanza di elevati prezzi delle attività e ingenti livelli di debito hanno continuato a rappresentare un rischio significativo nel periodo in esame. Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito, ad esempio, hanno assistito a un sensibile raffreddamento dei rispettivi mercati immobiliari, in parte di riflesso alla stretta monetaria attuata negli ultimi anni. La salutare decelerazione registrata finora dai prezzi delle abitazioni ha avuto effetti temperati rispetto ai più dirompenti scenari ipotizzabili, sebbene non si possa escludere una loro brusca caduta in futuro (si vedano i Capitoli II e VII per un approfondimento degli sviluppi sul mercato immobiliare e delle loro implicazioni). Diverso è stato il complesso di circostanze cui ha dovuto far fronte la Sveriges Riksbank. Anche se le previsioni segnalavano un'inflazione interna al di sotto dell'obiettivo per gran parte del successivo biennio, la rapida crescita del debito delle famiglie e l'aumento dei prezzi delle abitazioni rendevano inopportuno un allentamento della politica monetaria. La banca centrale svedese sottolineava il rischio che a un abbassamento dei tassi potesse seguire una loro rapida inversione, mettendo a repentaglio la crescita dei consumi dato l'ingente indebitamento. Essa esprimeva inoltre il parere che una deflazione da offerta era qualitativamente diversa da quella associata a una domanda carente o a un crollo dei prezzi delle attività (si veda il Capitolo IV della *73ª Relazione annuale*).

... mentre in altri paesi l'indirizzo è chiaramente accomodante

Gli elevati prezzi delle attività e l'ingente indebitamento rappresentano rischi significativi



L'incertezza circa l'inflazione è ora in linea con quella del G3

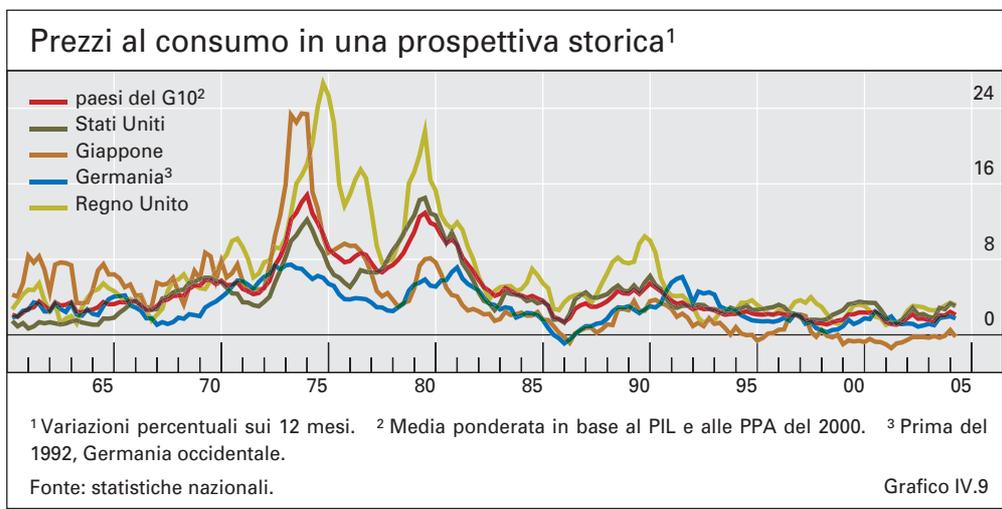
Pur avendo dovuto affrontare vari sviluppi imprevisti, queste banche centrali possono vantare ragguardevoli risultati sul fronte dei prezzi negli ultimi anni (grafico IV.8). Le aspettative inflazionistiche del settore privato sono rimaste sostanzialmente in linea con gli obiettivi di inflazione delle banche centrali. Inoltre, la dispersione media di tali aspettative nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti è bassa e risulta ora grosso modo in linea con quella delle economie maggiori, nonostante una *performance* dei prezzi relativamente più sfavorevole nei decenni precedenti. Ciò è stato interpretato come un'attestazione della trasparenza e credibilità di tali regimi. Nondimeno, sono possibili ulteriori affinamenti dei sistemi di *inflation targeting*. La Bank of Canada, ad esempio, sta attualmente riesaminando l'orizzonte temporale di 18-24 mesi entro il quale essa cerca di allineare l'inflazione all'obiettivo. Sebbene un simile arco temporale offra considerevoli vantaggi in termini di trasparenza, un orizzonte più flessibile e forse più lungo potrebbe consentire di reagire meglio a determinati tipi di shock economici.

### La storia si ripete?

Somiglianza tra la situazione attuale e quella di tre decenni or sono

Alcuni sviluppi salienti del periodo in esame giustificano un paragone tra il contesto di politica monetaria che è venuto a crearsi oggi e quello di fine anni sessanta e inizio anni settanta. A prima vista, si possono annoverare fra le analogie: il perdurare ormai da tempo di un orientamento accomodante nelle economie del G3; le incertezze circa il grado di sottoimpiego delle risorse; le inquietudini in merito alla posizione esterna USA e alle sue implicazioni per i tassi di cambio; l'impennata dei prezzi del petrolio e di altre materie prime; un allentamento della disciplina di bilancio. Queste somiglianze hanno suscitato ovviamente il timore che, come già era avvenuto nel periodo precedente, l'inflazione possa ben presto acutizzarsi e che le autorità monetarie non reagiscano con la dovuta tempestività.

Simili timori originano dall'infausta esperienza di quel periodo (grafico IV.9). Il processo inflazionistico iniziato verso la fine degli anni sessanta si era accentuato nei primi anni settanta, accelerando rapidamente



all'epoca della prima crisi petrolifera. È particolarmente degno di nota il fatto che i tassi di inflazione sono rimasti alti anche dopo che i prezzi del petrolio avevano cominciato a cedere e la crescita economica si era indebolita. Su tale sfondo, vale la pena di esaminare in maggior dettaglio l'esperienza di quel periodo, individuando sia le analogie che le divergenze rispetto a quello attuale, in modo da trarne conclusioni per la politica monetaria nelle attuali circostanze.

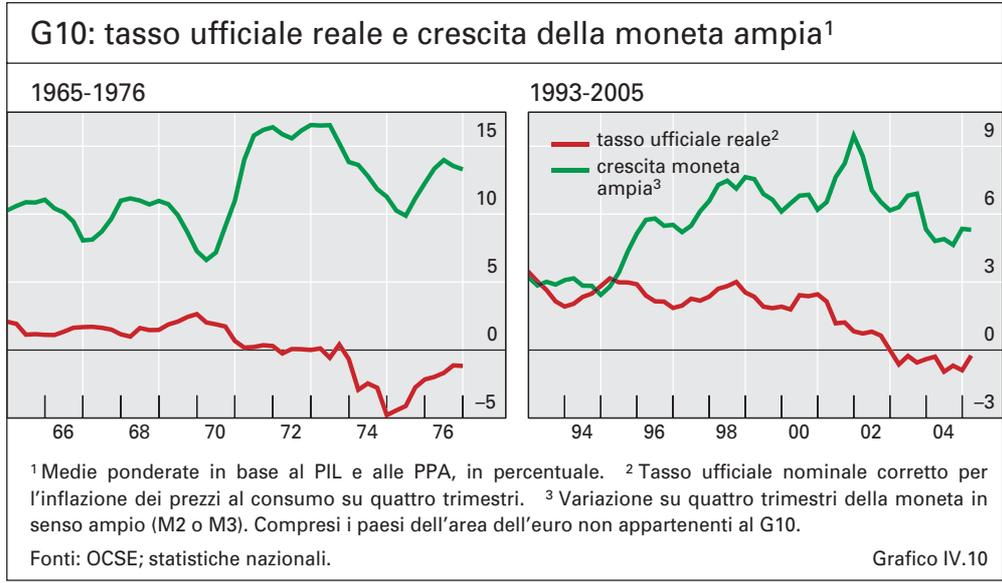
*Elementi che accomunano i due periodi*

Guardando in retrospettiva al contesto di politica monetaria prevalente a cavallo fra gli anni sessanta e settanta, si possono individuare sei fattori che avevano contribuito all'accumularsi di pressioni inflazionistiche durante quel periodo e che presentano punti in comune con la situazione odierna.

Primo, i tassi ufficiali reali si situavano su valori bassi e la crescita degli aggregati monetari procedeva a ritmo sostenuto (grafico IV.10). Questo indirizzo accomodante non riguardava solo pochi paesi, ma era generalizzato tra le

Sono individuabili le seguenti analogie:

prolungati periodi di distensione monetaria ...



maggiori economie industriali. Anche il livello contenuto dei rendimenti reali a lungo termine contribuiva a tale situazione, specie in quanto i tassi nominali rimanevano relativamente modesti e reagivano in genere con lentezza a un'inflazione crescente. Se in un primo momento, durante la recessione del 1970-1971, la politica condiscendente aveva agito nel senso di contrastare la debolezza della domanda, durante il boom economico del 1972-1973 essa aveva impartito uno stimolo eccessivo.

Anche negli anni recenti, come si è osservato in precedenza, la politica monetaria nel G3 è stata decisamente accomodante. I tassi ufficiali sia nominali che reali sono rimasti bassi e la crescita degli aggregati monetari e creditizi è stata rapida. Negli ultimi quarant'anni i tassi ufficiali reali si sono attestati durevolmente in prossimità o al disotto dello zero solo in due periodi: quello recente e negli anni settanta. In entrambe le occasioni l'espansione della liquidità globale è stata rilevante. Per giunta, anche i rendimenti reali a lungo termine si sono mantenuti a livelli alquanto contenuti.

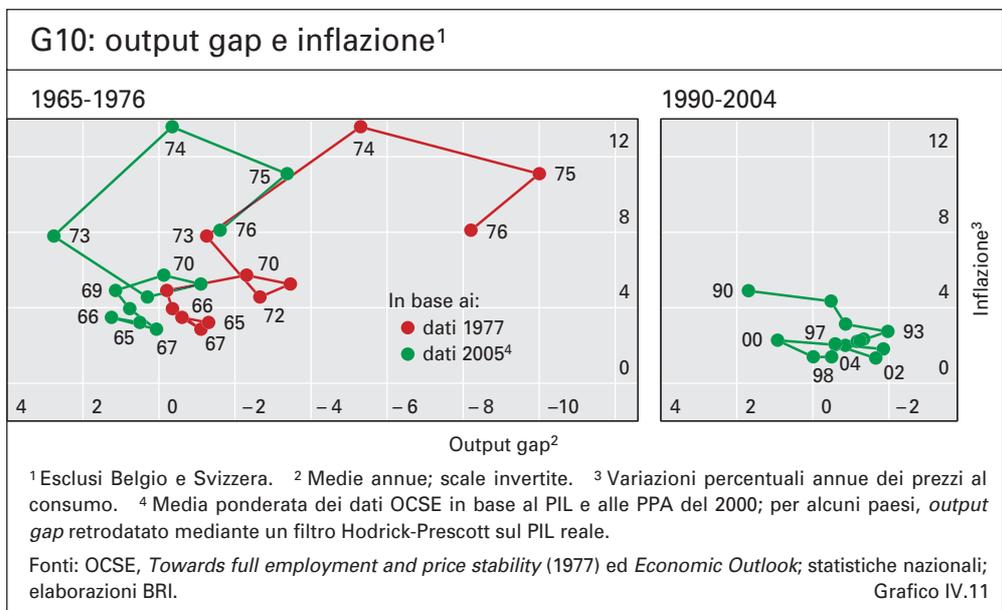
... regimi di cambio  
con potenziali  
distorsioni  
inflazionistiche ...

Secondo, le "regole del gioco" del sistema monetario internazionale erano tali da indurre una trasmissione delle politiche accomodanti dalle economie maggiori, in particolare gli Stati Uniti, al resto del mondo. Inizialmente, il meccanismo di trasmissione dell'inflazione agiva attraverso il regime di cambi fissi di Bretton Woods. Allorché gli Stati Uniti perseguivano politiche monetarie e fiscali espansive per affrontare problemi economici interni, essi esportavano inflazione ai restanti paesi, in virtù delle dimensioni della loro economia e dell'importanza del dollaro quale moneta di riserva internazionale. Con il crollo del sistema di Bretton Woods, gli altri paesi non erano più costretti a importare inflazione dagli Stati Uniti, potendo decidere di lasciar apprezzare le proprie monete. In pratica, tuttavia, essi sceglievano spesso di contrastare un tale apprezzamento, specie quando sembrava dovuto ad afflussi di capitali speculativi. Tutto ciò determinava un contesto monetario globale più espansivo di quello che si sarebbe altrimenti instaurato.

Il sistema monetario internazionale odierno presenta alcune somiglianze con quello precedente. Si tratta di un regime ibrido, in cui i cambi non sono né fissi né pienamente flessibili. Un aspetto fondamentale che lo caratterizza è, anche in questo caso, la riluttanza mostrata in varia misura da diversi paesi ad acconsentire a un apprezzamento delle loro valute nei confronti del dollaro. Interventi valutari di eccezionale ampiezza hanno determinato un enorme accumulo di riserve in dollari USA e, in alcuni casi, un abbassamento dei tassi ufficiali maggiore di quanto si sarebbe altrimenti verificato. La resistenza al deprezzamento del dollaro ha probabilmente contribuito alla rapida espansione della liquidità mondiale (si veda la *74ª Relazione annuale* per una trattazione più approfondita).

... curve di Phillips  
nel breve periodo  
apparentemente  
piatte ...

Terzo, l'apparente appiattimento della curva di Phillips negli anni sessanta aveva suscitato nelle autorità un ingannevole senso di sicurezza, inducendole a credere che un'azione di stimolo dell'economia non si sarebbe tradotta in un aumento dell'inflazione (grafico IV.11). In quegli anni, la curva di Phillips aveva un influsso determinante sul modo in cui i responsabili delle politiche, e gli economisti più in generale, consideravano il nesso tra politica monetaria ed economia reale.



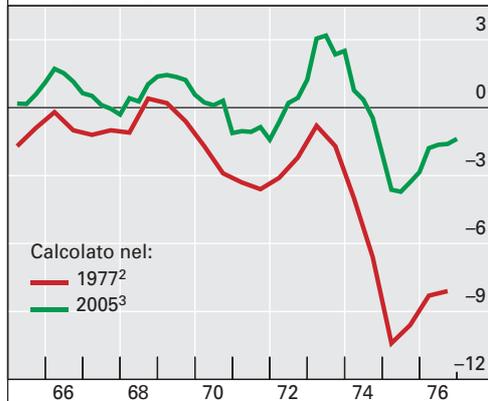
Anche oggi il *trade-off* a breve tra prodotto e inflazione ha assunto un profilo decisamente piatto, un fenomeno ancor più pronunciato che negli anni sessanta sia in termini di appiattimento che di basso livello della curva. Come si può rilevare dal grafico IV.11, negli anni recenti l'attività economica pare aver influito in misura modesta su aspettative inflazionistiche ben ancorate su valori bassi. Inoltre, dopo essere caduto in discredito negli anni ottanta, da qualche tempo il modello di Phillips ha ridestato un considerevole interesse. La curva di Phillips nekeynesiana dischiude una nuova prospettiva sul *trade-off* a breve tra prodotto e inflazione, ma esclude una simile correlazione nel lungo periodo.

Quarto, nel periodo tra fine anni sessanta e inizi anni settanta le misure convenzionali delle pressioni inflazionistiche di fondo trasmettevano segnali contraddittori, se non addirittura distorti. Una principale fonte di errore risiedeva nel fatto che allora si presumeva che l'*output gap* fosse ampio e di segno negativo. Per giunta, i tassi di disoccupazione erano in aumento. A quell'epoca, l'apparente incoerenza tra le stime di un crescente sottoutilizzo abbinato a una dinamica ascendente dei prezzi aveva indotto a ipotizzare un cambiamento fondamentale nel processo inflazionistico. Alcuni analisti erano dell'opinione che un inasprimento della politica monetaria non fosse urgente, in quanto ritenevano che in una situazione di sottoccupazione l'aumento dell'inflazione si sarebbe spontaneamente riassorbito. Altri abbandonarono l'approccio tradizionale della curva di Phillips a favore di un modello in cui l'economia era soggetta a "limiti di velocità". Secondo tale teoria, l'aumento dell'inflazione agli inizi degli anni settanta veniva interpretato come una risposta a un cambiamento nell'impiego delle risorse piuttosto che al suo livello. Solo in seguito, e con il senno di poi, si è capito che la situazione era dovuta, almeno in parte, a semplici errori di misurazione (grafico IV.12): quel periodo era in realtà caratterizzato da un eccesso di domanda. Un problema di fondo era che la crescita della produttività aveva cominciato a decelerare e che ciò non era stato percepito a quell'epoca (grafico IV.13). Inoltre, si riteneva che i crescenti

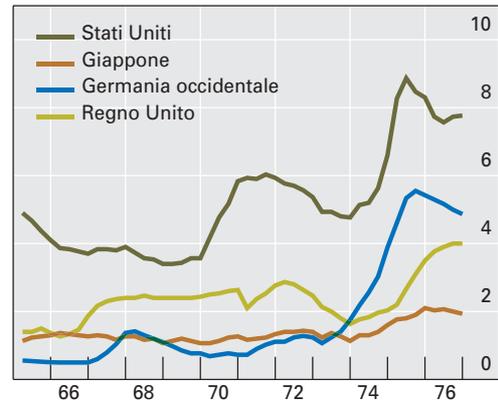
... segnali potenzialmente erronei circa il sottoccupazione di risorse ...

## G10: output gap e disoccupazione, 1965-1976

Output gap<sup>1</sup>



Tassi di disoccupazione<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Esclusi Belgio e Svizzera. <sup>2</sup> Dati semestrali OCSE. <sup>3</sup> Media ponderata dei dati trimestrali OCSE in base al PIL e alle PPA del 2000; per alcuni paesi, retrodatata mediante un filtro Hodrick-Prescott sul PIL reale. <sup>4</sup> In percentuale.

Fonti: OCSE, *Towards full employment and price stability* (1977) ed *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.12

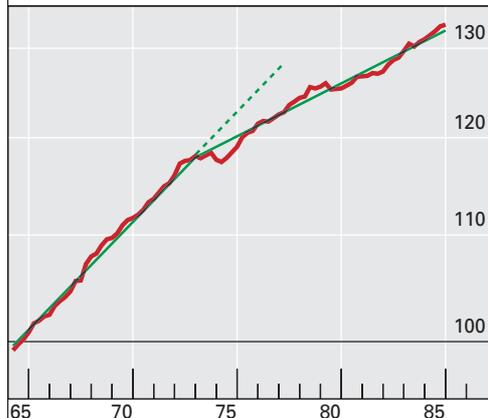
tassi di disoccupazione rappresentassero un fenomeno ciclico, mentre erano dovuti in ampia misura a tendenze demografiche e alle accresciute erogazioni previdenziali. Nello stesso tempo, i responsabili delle politiche dovevano fare i conti con significativi sviluppi dal lato dell'offerta, in particolare i prezzi del petrolio a metà anni settanta, che rendevano ancor più opaca la situazione.

Ancora oggi le incertezze circa le stime in tempo reale dell'*output gap*, i tassi di disoccupazione non generatori di inflazione (*non-accelerating inflation*

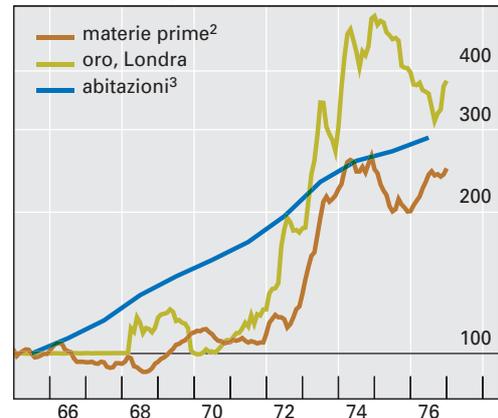
## G10: produttività del lavoro e dinamica dei prezzi

1965 = 100; scale semilogaritmiche

Produttività del lavoro, 1965-1985<sup>1</sup>



Dinamica dei prezzi, 1965-1976



<sup>1</sup> Esclusi i Paesi Bassi. Definita come rapporto tra PIL reale e occupazione nell'intera economia. Media ponderata, in base al PIL e alle PPA del 2000; discontinuità del *trend* nel 1° trimestre 1974 stimata usando il test di Chow. <sup>2</sup> Esclusi i beni energetici. <sup>3</sup> Media ponderata (impiegando i dati disponibili) per i paesi del G10 (esclusa l'Italia); per il Giappone, prezzi dei terreni.

Fonti: OCSE; HWWI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.13

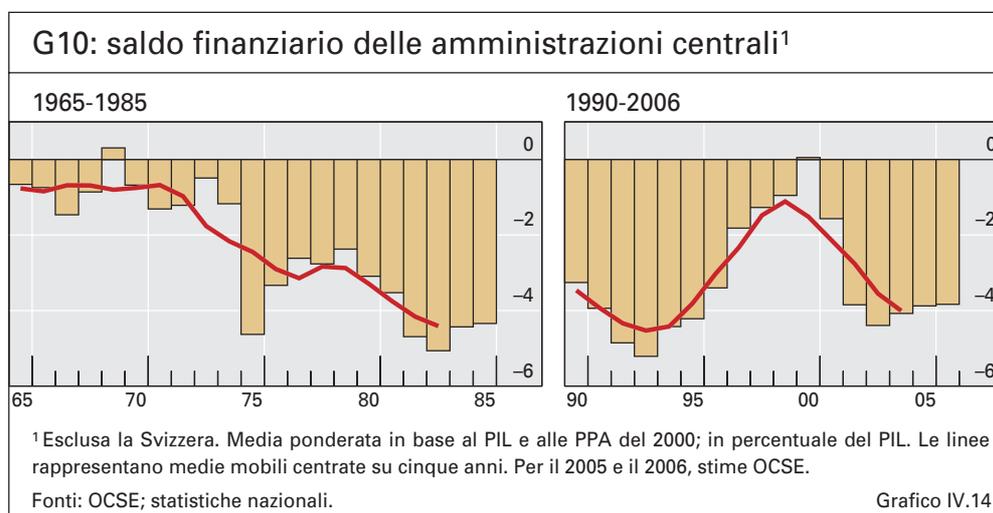
*rate of unemployment, NAIRU*) e altre misure di sottoimpiego possono essere tali da non consentire ai responsabili delle politiche di valutare con una certa precisione le spinte inflazionistiche. A complicare il quadro macroeconomico contribuiscono altre questioni fondamentali, come le tendenze della produttività interna e dei mercati del lavoro, nonché le implicazioni dal lato dell'offerta dei recenti movimenti dei prezzi delle materie prime. L'incipiente aumento dell'inflazione è stato attribuito da alcuni, nonostante quella che considerano una situazione di sottoimpiego aggregato a livello globale, all'agire di nuovi limiti di velocità in alcuni settori, specie in quelli ad alta intensità di materie prime.

Quinto, agli inizi degli anni settanta i prezzi del petrolio e di altre materie prime erano saliti drammaticamente a livelli che oltrepassavano di gran lunga i loro tradizionali margini di fluttuazione. Anche in termini reali i corsi del petrolio avevano toccato valori senza precedenti, superati solo durante la seconda crisi petrolifera a fine decennio (Capitolo III). Inoltre, i prezzi di molti beni che fungono da rifugio contro l'inflazione, come materie prime non petrolifere e immobili, avevano registrato a quell'epoca nuovi massimi (grafico IV.13). Tuttavia, i tempi con cui questi indicatori hanno raggiunto il punto di svolta non sono stati molto uniformi. Se l'andamento recente dei prezzi del petrolio e di altre materie prime ha evocato vari parallelismi con il periodo precedente, viene forse ricordata meno un'altra interessante analogia con l'attuale evoluzione costituita dal rincaro dei prezzi immobiliari registrato a cavallo fra gli anni sessanta e settanta (Capitolo II).

Infine, agli inizi degli anni settanta le politiche fiscali divennero alquanto espansive, dato il sensibile ampliamento dei disavanzi di bilancio (grafico IV.14). Così come era avvenuto per la politica monetaria, anche quella di bilancio subiva in genere il condizionamento degli obiettivi di stabilizzazione keynesiani dell'epoca. Si mirava a temperare le oscillazioni del ciclo economico, sebbene i ritardi negli effetti delle politiche tendessero talora ad amplificare, anziché mitigare, tali oscillazioni. A metà degli anni settanta avevano cominciato a emergere seri disavanzi strutturali, rimasti elevati anche se

... elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime ...

... e politiche di bilancio espansive



le recessioni economiche erano divenute meno frequenti e volatili che in precedenza. Dopo i notevoli progressi compiuti verso la fine degli anni novanta nel riportare sotto controllo i conti pubblici, oggi hanno fatto la loro ricomparsa disavanzi strutturali di più ampie proporzioni (Capitolo II).

Queste analogie, per quanto rilevanti, non preconizzano necessariamente un prossimo ritorno al contesto inflazionistico degli anni settanta. Per una migliore comprensione della problematica può essere istruttivo considerare gli insegnamenti tratti da quell'esperienza e porre in risalto alcune importanti differenze rispetto alla situazione odierna.

### *Insegnamenti tratti dalla passata esperienza*

Gli insegnamenti appresi sottolineano l'importanza che rivestono:

La lezione della fine degli anni sessanta e degli anni settanta non è unidimensionale. Nessun singolo sviluppo avverso può essere ritenuto plausibilmente responsabile di quello che è stato uno dei peggiori periodi di *performance* economica degli ultimi cinquant'anni. La responsabilità va attribuita al concorso di eventi economici impreveduti e sfavorevoli e di errori di politica economica sommati a un panorama economico-finanziario in trasformazione che non era stato colto appieno dalle autorità. Dal punto di vista pratico della politica monetaria, tre insegnamenti meritano un approfondimento.

la stabilità dei prezzi ...

Il primo riguarda l'importanza della stabilità dei prezzi e la necessità di disporre degli strumenti istituzionali per conseguirla. Gli elevati costi di un'alta inflazione sono divenuti fin troppo evidenti nel corso degli anni settanta: tempo e sforzi sprecati per contrastare gli effetti dell'inflazione sulle attività nominali e decisioni di investimento distorte a causa di regimi tributari non pienamente indicizzati. L'alta inflazione ha avuto costi addizionali perché associata a una forte variabilità, e tra questi rientra non da ultimo una maggiore volatilità del prodotto causata dalla confusione dei segnali economici trasmessi dai movimenti dei prezzi relativi e da elevati premi di rischio inflazionistico sulle attività finanziarie. Gli anni settanta hanno anche dimostrato come non vi siano benefici di lungo periodo derivanti da un'alta inflazione; l'opinione dell'epoca secondo cui esisteva un *trade-off* positivo tra inflazione e crescita del prodotto nel lungo periodo era semplicemente sbagliata. Semmai, tale correlazione era negativa a causa degli effetti deleteri sulla crescita causati dall'alta inflazione. Alla luce di questa esperienza non sorprende che con il tempo sia andato maturando un consenso accademico, politico e sociale a favore della lotta all'inflazione. La lezione appresa ha fornito anche un supporto alla generale tendenza verso il conferimento di una più ampia autonomia alla banca centrale nel perseguire mandati maggiormente orientati alla stabilità dei prezzi.

... una risposta precoce alle pressioni inflazionistiche ...

Come secondo insegnamento si è compreso che la risposta alle pressioni inflazionistiche deve essere rapida e vigorosa. Negli anni settanta le autorità perseguivano in genere politiche accomodanti come strumento per stimolare l'attività economica, anche quando l'inflazione era in aumento. Ciò rifletteva in parte un'errata percezione circa i costi inflazionistici, nonché l'inclinazione e la probabilità di spostamenti della curva di Phillips. Divenne altresì chiaro che quanto più si tardava nel contrastare lo slittamento verso l'alto delle aspettative tanto più oneroso sarebbe stato il ripristino della stabilità dei

prezzi. Non sorprende quindi che nel trascorso decennio le autorità siano state molto più sollecite nell'inasprire la politica monetaria all'emergere di chiari segnali inflazionistici. Questo comportamento è stato vitale per il successo delle banche centrali nel conseguire e mantenere la stabilità dei prezzi.

Un esempio più specifico di questa lezione generale è il riconoscimento della necessità di reagire aggressivamente agli effetti di secondo impatto del rincaro del petrolio. L'effetto di primo impatto genera un iniziale aumento dell'inflazione in proporzione alla componente energetica nell'indice dei prezzi. Un aumento *una tantum* nel livello dei prezzi non avrebbe di per sé conseguenze durature sull'inflazione e non richiederebbe quindi un significativo riorientamento della politica monetaria. Tuttavia, se esso determinasse un incremento delle aspettative inflazionistiche – l'effetto di secondo impatto – potrebbe innescarsi una spirale salari-prezzi. Gli anni settanta hanno insegnato alle autorità monetarie che una risposta risoluta potrebbe scongiurare tali effetti secondari. Infatti, allorché questa lezione è stata applicata all'epoca della seconda crisi petrolifera, alcune banche centrali, come la Deutsche Bundesbank, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera, hanno ottenuto risultati decisamente migliori in termini di inflazione.

Il terzo insegnamento tratto dall'esperienza degli anni settanta è che bisogna essere molto cauti nel valutare il grado di sottoimpiego delle risorse. Si tratta di un concetto teorico difficile da misurare con una certa precisione, in quanto implica che sia fatto affidamento su grandezze non osservabili direttamente, come il prodotto potenziale o il NAIRU. Questi parametri possono subire mutamenti in modi imprevisi e a lungo non individuabili. La decelerazione della produttività strutturale negli anni settanta, per ragioni che non sono ancora del tutto chiare, offre un buon esempio di come gli sviluppi economici possano condurre a un'errata percezione del sottoimpiego che a sua volta si traduce in un'impostazione della politica monetaria più accomodante del dovuto. La possibilità che ciò avvenga mostra come sia importante disporre di dati affidabili in tempo reale e di verifiche incrociate con altre evidenze disponibili. Ma soprattutto essa implica la necessità di incorporare nelle decisioni di politica monetaria le intrinseche incertezze che caratterizzano il grado di conoscenza del contesto economico da parte delle autorità.

... una valutazione prudente del grado di sottoimpiego

#### *A decenni di distanza è ipotizzabile uno scenario diverso*

Grazie a questi insegnamenti appare poco probabile che le banche centrali commettano i medesimi errori e che quindi la storia si ripeta. Non si può naturalmente escludere la possibilità che si verifichi un inatteso acutizzarsi delle pressioni inflazionistiche o persino dell'inflazione, ma vi è motivo di ritenere che, se ciò dovesse avvenire, l'azione per contrastare tali pressioni sarebbe più risoluta e la situazione sarebbe riportata sotto controllo più rapidamente che in passato.

La conclusione che la storia non si ripeterà è suffragata anche da una serie di fattori che chiaramente differenziano la situazione economica attuale da quella di fine anni sessanta-inizi anni settanta. Tali differenze riguardano la dinamica salariale, gli effetti della globalizzazione in atto e il ridimensionato ruolo del petrolio.

Tre fondamentali cambiamenti nel contesto economico:

Correlazione inflazione/crescita dei salari: un confronto storico						
	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito
1965-1979	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991-2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Nota: le cifre indicano le correlazioni fra le variazioni percentuali annue dei prezzi al consumo e dei costi unitari del lavoro.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella IV.1

moderazione  
della dinamica  
salariale ...

Nel precedente periodo la dinamica dei salari era in genere più strettamente correlata all'inflazione di quanto lo sia oggi (tabella IV.1), e ciò per effetto di due principali fattori. Anzitutto, quegli anni erano caratterizzati da un forte potere sindacale e da aggressive contrattazioni salariali, la cui veemenza, specie nel continente europeo, si manifestava anche sotto forma di scioperi. Dal punto di vista politico, un po' più di inflazione in cambio di meno scioperi poteva apparire un'opzione attraente, soprattutto in un'epoca in cui era minore l'indipendenza delle autorità monetarie. Secondariamente, le politiche dei redditi erano molto più diffuse, creando un legame più stretto tra crescita dei salari e inflazione. Questa circostanza ha assunto particolare rilievo negli anni settanta, quando i prezzi del petrolio e di altre materie prime erano in rapida ascesa. Le clausole di indicizzazione dei salari generavano guadagni nominali di reddito non compatibili con i maggiori trasferimenti reali ai paesi esportatori di quei prodotti. Pertanto, di diritto o di fatto, i meccanismi della scala mobile hanno avuto anche l'effetto di protrarre nel tempo l'inflazione dei prezzi di beni e servizi.

Oggi i mercati del lavoro sono molto più competitivi e guidati dal libero gioco della domanda e dell'offerta, il potere negoziale delle organizzazioni sindacali si è ridimensionato ed è considerevolmente diminuito il grado di aggressività delle contrattazioni salariali. La spiegazione risiede in parte nel fatto che l'elasticità dell'offerta di lavoro è aumentata direttamente per effetto dei flussi migratori e indirettamente per effetto dell'interscambio e della contendibilità del mercato. Quali che siano le cause della maggiore quiescenza dei mercati del lavoro, rispetto agli anni settanta si è allentato il legame tra crescita salariale e inflazione ed è diminuita la quota del reddito da lavoro. Questa evoluzione dei mercati del lavoro ha contribuito ad attenuare la trasmissione di shock inflazionistici di vario tipo e quindi anche a mantenere saldamente ancorate verso il basso le aspettative di inflazione (Capitolo II).

... crescente  
globalizzazione ...

Una seconda differenza, peraltro collegata alla prima, risiede nelle mutate condizioni globali dal lato dell'offerta – frutto di una serie di tendenze più favorevoli – che hanno concorso a tenere a bada le spinte inflazionistiche. In aggiunta agli elevati guadagni di produttività con risparmio di manodopera che hanno accelerato la crescita del prodotto senza esercitare pressioni dal lato dei costi, il cambiamento più sensazionale è stato il sopravvento della globalizzazione. Non vi è dubbio che la penetrazione delle esportazioni giapponesi e coreane negli anni sessanta e settanta sia stata rilevante, ma quella dei prodotti provenienti dall'Asia, e in particolare dalla Cina, rappresenta

oggi un fattore ancor più importante che ha agito nel senso di comprimere i prezzi delle importazioni e i salari nella maggior parte dei paesi industriali (Capitolo II). Anche il rapido processo di deregolamentazione ha rafforzato le spinte disinflazionistiche, specie nelle economie emergenti, per effetto della più serrata concorrenza di prezzo.

La terza differenza tra il contesto macroeconomico attuale e quello degli anni settanta concerne il petrolio. Vi sono buone ragioni per credere che gli effetti inflazionistici esercitati dal rincaro del greggio siano meno significativi nell'attuale situazione economica (Capitolo II). In particolare, la dipendenza dal petrolio, in termini di barili per dollaro di PIL, delle maggiori economie industriali è molto diminuita oggi in seguito alla diffusione di tecnologie a più efficiente impiego energetico e allo spostamento di lungo periodo verso il settore dei servizi a scapito di quello manifatturiero. Per i paesi industriali le stime attuali delle elasticità dell'inflazione e del prodotto in relazione al prezzo del petrolio sono minori di quanto lo fossero negli anni settanta.

... più favorevole correlazione tra prezzi del petrolio e macroeconomia

### *Nuovi rischi all'orizzonte?*

Sebbene gli insegnamenti appresi dai passati errori siano di notevole conforto, esiste pur sempre la possibilità che vengano commessi nuovi e differenti errori. I rischi maggiori raramente scaturiscono dal ripetersi di circostanze analoghe, bensì originano di norma da sviluppi impreveduti nel contesto generale, ed economico in particolare. Come illustra l'esperienza dei primi anni settanta, è precisamente dall'interazione tra le politiche poste in essere e un dato contesto che possono insorgere sfide nuove e inattese.

Anche se la storia non si ripeterà tale e quale, esistono rischi significativi ...

Da questo punto di vista, gli sviluppi impreveduti che immancabilmente si verificano giovano a ricordare i limiti che incontra la nostra comprensione delle dinamiche di una moderna economia. Gli esempi abbondano. Uno di essi è la tendenza per gran parte del periodo disinflazionistico e anche in epoca più recente a sovrastimare sistematicamente l'inflazione futura; inoltre la dinamica dei prezzi pare essere ora meno reattiva agli indicatori di pressioni interne da eccesso di domanda (Capitolo II). Questa è l'immagine speculare della sistematica tendenza a sottostimare l'inflazione futura durante il periodo che va dalla fine degli anni sessanta agli inizi degli anni settanta. Un secondo sviluppo impreveduto è la presenza di tassi ufficiali e di mercato che appaiono decisamente inferiori ai livelli compatibili con una crescita non inflazionistica di lungo periodo, unitamente al permanere di un'inflazione alquanto modesta. E un ultimo esempio è la serie di cicli *boom and bust* del credito e dei prezzi delle attività, in entrambi i casi con conseguenze destabilizzanti per l'economia (grafico IV.15). Ciò è avvenuto nonostante la conquistata stabilità dei prezzi, smentendo l'aspettativa che cicli simili sarebbero scomparsi di pari passo con il venir meno dell'inflazione.

... derivanti da un mutato processo inflazionistico, tassi ufficiali bassissimi e accelerazione dei prezzi delle attività e del credito

Si possono prefigurare paradigmi in grado di fornire una spiegazione a questi sviluppi sorprendenti. Ad esempio, si potrebbe paradossalmente affermare che le nuove sfide cui sono confrontate oggi le banche centrali abbiano in parte origine dal concorso di tre sviluppi indubbiamente favorevoli: globalizzazione dell'economia reale; mercati finanziari liberalizzati; credibilità dell'impegno antinflazionistico. In quest'ottica, la globalizzazione alimenta le

## G10: debito, credito e prezzi delle attività<sup>1</sup>

Debito delle famiglie e prezzi delle abitazioni



Credito e prezzo aggregato delle attività



<sup>1</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000; per il 1970 e il 2004, dati parzialmente stimati. Scostamenti dal *trend* calcolati usando il filtro Hodrick-Prescott. <sup>2</sup> In percentuale del PIL. <sup>3</sup> Prezzi nominali corretti per il deflatore dei consumi privati. <sup>4</sup> Media geometrica ponderata, in base ai dati sulla ricchezza netta, di tre categorie di attività (azioni, immobili residenziali e immobili commerciali).

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni e stime BRI.

Grafico IV.15

forze disinflazionistiche di fondo, la liberalizzazione finanziaria allenta i vincoli su processi interattivi tra credito e prezzi delle attività che tendono ad autorafforzarsi e la credibilità dell'impegno antinflazionistico fornisce un ancoraggio alle aspettative che può ritardare la traslazione sui prezzi delle pressioni da eccesso di domanda (si vedano le Conclusioni di questa Relazione).

Ciò nonostante, è difficile comprendere tutte le implicazioni di ogni singola trasformazione strutturale, per non parlare delle loro interazioni. Vi è chiaramente molta incertezza in merito ai processi in atto. Ciò rende senza dubbio più complessa l'impostazione della politica monetaria. Tali cambiamenti possono non solo alterare il meccanismo di trasmissione degli shock esogeni e degli impulsi monetari, ma anche modificare i rischi a venire.

Alcune delle sfide concrete che le banche centrali hanno dovuto affrontare di recente sono sintomatiche di questa situazione. In taluni paesi, come la Svezia, la discesa dell'inflazione ben al di sotto dei valori programmati in presenza di una robusta crescita economica ha indotto a chiedersi se non fosse opportuno un ulteriore allentamento della politica monetaria. Tuttavia, un'azione in tal senso potrebbe facilmente accentuare i segnali di incipienti squilibri finanziari nel mercato delle abitazioni, con il pericolo di una drastica correzione in futuro. La debole reattività dell'inflazione alle pressioni della domanda interna può acuire il dilemma, nella misura in cui richiederebbe un grado di allentamento maggiore per riportare la dinamica dei prezzi sui valori desiderati. Più in generale, in molti paesi i livelli relativamente alti di indebitamento delle famiglie e dei prezzi delle abitazioni complicano le strategie di uscita dall'attuale indirizzo accomodante. Ciò rende evidentemente più difficile calibrare i tempi della stretta monetaria, essendo più incerta la reazione dei prezzi delle attività e quindi delle decisioni di spesa. In Australia, un modesto rialzo di 25 punti base del tasso ufficiale si è accompagnato a un significativo raffreddamento del mercato immobiliare. Scelte più decise

Nuove sfide per le banche centrali

si imporrebbero in presenza di un'improvvisa impennata dell'inflazione riconducibile agli effetti ritardati di pressioni dal lato della domanda o ai più alti prezzi dell'energia. In tali circostanze, non è inconcepibile che un innalzamento dei tassi considerato in generale appropriato possa innescare involontariamente un processo di disinflazione indesiderata.

Questi esempi stanno a indicare che oggi, come in passato, le banche centrali devono essere consapevoli dei limiti della propria conoscenza ed essere attente a non confondere il consenso con la reale comprensione dei fatti. E devono restare vigili di fronte alla possibilità che emergano rischi di origine imprevista. Nulla può sostituirsi a un'accurata valutazione dell'evolversi delle condizioni e dei processi economici. Per quanto importanti siano gli insegnamenti appresi dalla passata esperienza, è pur vero che, come ribadito nelle Conclusioni di questa Relazione, l'apprendimento è un processo che non ha mai fine.