

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Il 1999 ha segnato una svolta nel ciclo dei tassi d'interesse; molte banche centrali hanno infatti avviato un processo di restrizione monetaria alla luce delle pressioni emerse sul fronte dei prezzi. Nelle tre economie maggiori le autorità sono state confrontate con differenti fattori di incertezza. Le banche centrali hanno inoltre avvertito la crescente importanza di riconoscere esplicitamente i vincoli derivanti da tali incertezze nell'impostazione delle proprie politiche e nella comunicazione con il pubblico. Uno dei vantaggi della trasparenza a riguardo delle difficoltà che si pongono ai responsabili della conduzione della politica monetaria è che essa può contribuire a preservarne la credibilità anche quando si rende necessaria una correzione di rotta.

Negli Stati Uniti l'incertezza ha riguardato in particolare il tasso di crescita potenziale e le condizioni dei mercati finanziari. Sono emerse nuove indicazioni che la crescita di lungo periodo della produttività potrebbe essere aumentata, rendendo più complessa la valutazione delle spinte inflazionistiche, e l'occupazione ha continuato a salire a tassi prima ritenuti insostenibili. Mentre gli aumenti del tasso obiettivo dei federal funds nella prima parte del 1999 hanno rispecchiato in ampia misura un aggiustamento delle riduzioni intervenute a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali nel 1998, gli aumenti successivi sono da ricollegare ai crescenti timori che un eccesso di domanda potesse rafforzare le pressioni inflazionistiche. Come già negli anni recenti, la Riserva federale ha continuato a confrontarsi con il problema di come incorporare nel modo migliore i prezzi delle attività nelle proprie decisioni di politica monetaria. In particolare, i mercati azionari hanno continuato a registrare forti guadagni, con implicazioni incerte per i consumi. La necessità che la politica monetaria tenga conto delle reazioni potenziali dei mercati finanziari ha trovato ulteriore conferma nella decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di annunciare il proprio orientamento prevalente ("bias") immediatamente dopo le sue riunioni.

Il tema dell'incertezza ha dominato anche in Giappone. Il problema principale in questo paese è stato quello di stabilire se le misure già adottate sarebbero state sufficienti a impedire che una severa recessione producesse tendenze deflazionistiche e, in caso contrario, quali ulteriori passi si sarebbero potuti intraprendere per stimolare l'attività economica, dato che i tassi ufficiali nominali erano di fatto a zero. Con un PIL reale in calo per cinque trimestri consecutivi a partire dal quarto trimestre 1997 e con prezzi al consumo, nell'ultima parte del 1998, in discesa per la prima volta da tre anni, agli inizi del 1999 l'economia giapponese era alle prese con una dinamica fortemente discendente. Di fatto, le condizioni economiche e finanziarie sono poi leggermente migliorate, anche se con scarse indicazioni che segnalassero l'inizio di una ripresa in grado di autosostenersi.

L'esperienza maturata dall'Eurosistema lo scorso anno sta a testimoniare i problemi che insorgono quando un panorama economico e finanziario nuovo e in rapido cambiamento incide sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria e sulle aspettative di tasso di cambio. L'Eurosistema ha per lo più improntato la sua politica al pragmatismo preannunciato, evitando tentativi di "fine-tuning", data l'incertezza circa i meccanismi di trasmissione, e basandosi sull'indicatore M3 solo quando il contenuto informativo di quest'ultimo era ritenuto esente dall'influsso di fattori temporanei. Mentre le decisioni di tasso d'interesse dell'Eurosistema sono state in genere accolte favorevolmente dal pubblico, è stata viceversa criticata la sua politica di informazione. Alcuni osservatori hanno giudicato insufficiente il grado di trasparenza, nonostante la notevole enfasi posta sulla chiarezza e sull'apertura dallo stesso Eurosistema fin dall'inizio.

Così come negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, le politiche monetarie sono state inasprite in corso d'anno in tutti i paesi che adottano obiettivi di inflazione espliciti. Nel complesso, la concomitanza di un forte aumento della domanda interna, di una crescita mondiale più sostenuta e di prezzi del petrolio in ascesa ha provocato più diffusi aumenti dei prezzi e correzioni verso l'alto delle previsioni di inflazione a medio termine, giustificando così l'innalzamento dei tassi d'interesse a breve.

Stati Uniti

Lo scorso anno due ordini di problemi hanno figurato in primo piano nel processo decisionale della Riserva federale. Il primo ha riguardato l'andamento della crescita della produttività, le tensioni sul mercato del lavoro e la valutazione dell'impatto di questi due elementi sulle prospettive inflazionistiche; il secondo, le condizioni sui mercati finanziari e in particolare l'interazione tra politica monetaria e prezzi delle attività. Entrambi questi aspetti hanno costituito per le autorità fonte di incertezza. Negli ultimi anni i guadagni di produttività hanno superato a tratti i tassi registrati negli anni settanta e ottanta, e ciò fa ritenere possibile un ampliamento permanente della capacità produttiva dell'economia. Tuttavia, è difficile individuare con certezza una discontinuità nel trend di crescita della produttività a uno stadio maturo della fase espansiva. Un compito altrettanto difficile e strettamente correlato è quello di isolare gli effetti della politica monetaria sui prezzi delle attività, e a loro volta gli effetti di questi ultimi sui consumi, sulla crescita dell'economia e sulla produttività misurata.

A questo riguardo può essere istruttivo considerare l'esperienza del Giappone negli anni ottanta. In quel periodo, e per diversi anni, il Giappone aveva beneficiato di una bassa inflazione e di una crescita sostenuta, il che rendeva difficile alle autorità separare il trend dal ciclo. Ciò avveniva inoltre in presenza di uno yen in apprezzamento, di elevati tassi di investimento e di un'accelerazione della crescita della produttività, oltre che di un consistente rialzo dei prezzi delle azioni e degli immobili. Il problema per la Banca del Giappone era quello di decidere se inasprire la politica monetaria e, in caso affermativo, come guadagnare l'appoggio dell'opinione pubblica in presenza di un'inflazione modesta e di una crescita della produttività a livelli elevati. Per di più, ben poco

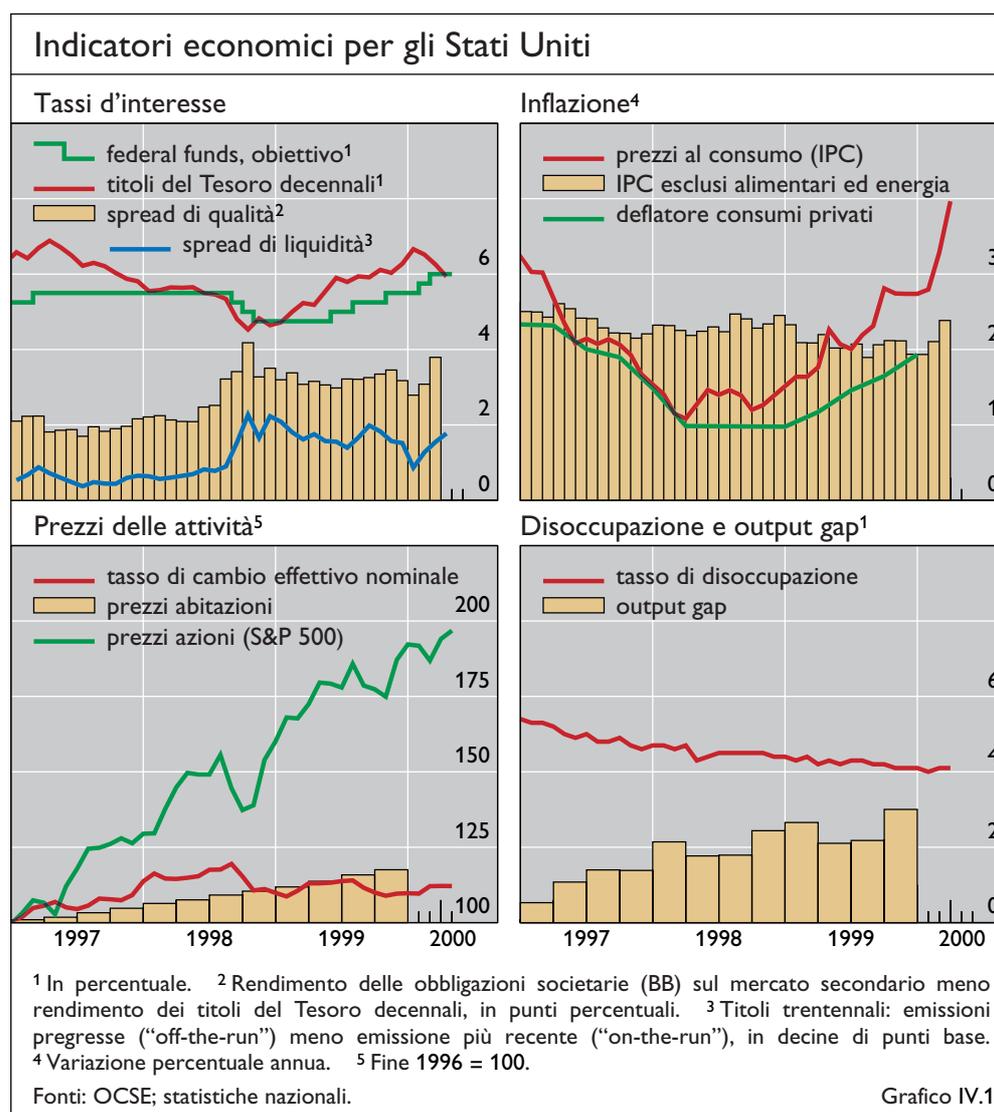
Incerteza sulla crescita della produttività e sui prezzi delle attività

Analogie e differenze rispetto alla precedente esperienza del Giappone

si sapeva, allora come oggi, della rapidità con cui i crescenti prezzi delle attività avrebbero reagito a una restrizione monetaria. Queste condizioni sembrano analoghe a quelle della recente esperienza statunitense, anche se per alcuni aspetti significativi la situazione americana appare più stabile, poiché l'aumento dei prezzi degli immobili è stato alquanto più contenuto e il sistema bancario pare assai più solido. Tuttavia, a differenza del Giappone allora, gli Stati Uniti sono un paese debitore verso l'estero con un ampio disavanzo corrente. Resta pertanto difficile soppesare l'importanza relativa dei rischi.

I mercati finanziari si stabilizzano ...

Nella prima parte del periodo in esame le considerazioni relative ai mercati finanziari hanno svolto un ruolo predominante nelle decisioni di politica monetaria. Per comprendere il loro impatto è utile rifarsi agli eventi intervenuti alla fine del 1998. All'epoca, una serie di crisi finanziarie internazionali con implicazioni per l'economia USA aveva indotto la Riserva federale ad abbassare per tre volte i tassi d'interesse. Si temeva che una diffusa contrazione del credito avrebbe potuto causare un prosciugarsi della liquidità sui mercati finanziari e sfociare quindi in una recessione. Sintomatico di queste turbolenze sui mercati finanziari era il drastico aumento dello spread tra i titoli trentennali



del Tesoro dell'ultima emissione ("on-the-run") e quelli pregressi ("off-the-run"), nonché tra le obbligazioni societarie di rating inferiore e i titoli del Tesoro decennali. A metà 1999, tuttavia, questi timori si erano alquanto attenuati, allorché il funzionamento dei mercati pareva essersi normalizzato. La politica monetaria si è quindi focalizzata sul tempestivo annullamento dei tagli apportati ai tassi sui federal funds, in linea con le più stabili condizioni dei mercati.

... e la politica monetaria inizia a farsi restrittiva

Con questa correzione già in atto, l'attenzione si è spostata in corso d'anno sull'obiettivo di evitare un'impennata dell'inflazione e una brusca conclusione della fase espansiva. Permanenti o temporanei che fossero i guadagni di borsa, la Riserva federale ha ritenuto che i loro effetti sarebbero stati inflazionistici, in quanto avrebbero sospinto la domanda interna al disopra dell'offerta corrente. La combinazione di tassi di risparmio privato decrescenti e quotazioni azionarie elevate implicava che le plusvalenze stavano di fatto alimentando la spesa per consumi, diventata il principale motore della crescita in una fase avanzata del ciclo. La Riserva federale si è trovata quindi a dover affrontare una situazione in cui l'inflazione, se non contrastata, avrebbe ripreso a salire, mentre non si poteva escludere un atterraggio duro se la manovra monetaria fosse stata troppo aggressiva, con significative ripercussioni sui corsi azionari. La probabilità di un ampio cedimento del mercato azionario dipendeva verosimilmente anche dalla misura in cui l'ascesa dei prezzi azionari rispecchiava una bolla speculativa ovvero uno stabile spostamento verso l'alto della crescita della produttività. In quest'ultimo caso, la Riserva federale avrebbe potuto preoccuparsi meno di una brusca caduta dei prezzi delle attività e adottare una politica monetaria più restrittiva per contrastare le spinte inflazionistiche.

I consueti indicatori economici hanno fornito per giunta segnali contraddittori per tutto il corso dell'anno, complicando la conduzione della politica monetaria. Dopo nove anni di espansione, con una crescita reale del PIL superiore al 4%, un livello di quest'ultimo di oltre il 2% al disopra delle tradizionali stime del prodotto potenziale e una disoccupazione ai minimi degli ultimi trent'anni, era aumentata la preoccupazione che si stessero accumulando pressioni inflazionistiche nell'economia americana. Il crescente disavanzo corrente era un chiaro indizio che la domanda interna stava superando l'offerta interna. Oltre a ciò, due fattori chiave che avevano contribuito a tenere sotto controllo l'inflazione negli ultimi anni – l'apprezzamento del dollaro e il calo dei prezzi del petrolio – erano venuti meno. Per contro, la crescita della produttività continuava a superare le previsioni e i costi unitari del lavoro restavano bassi ed erano addirittura in diminuzione nell'ultima parte del 1999. La possibilità di una svolta nel trend della produttività diventava più plausibile. La fase espansiva, inoltre, era stata sostenuta in misura non trascurabile da rilevanti investimenti in ristrutturazioni e in tecnologie avanzate, che davano ulteriore credito alle aspettative sulla "nuova economia". Nondimeno, nel complesso, anche se i principali indicatori economici fornivano segnali contraddittori sulla futura dinamica inflazionistica, diventava sempre più probabile la necessità di un ulteriore inasprimento. Dato che il tasso obiettivo sui federal funds si era riportato al 5,5% nel novembre 1999, il FOMC ha continuato a innalzare i tassi ufficiali nei primi mesi del 2000.

La crescita della produttività rimane elevata, ma i mercati del lavoro sono tesi

Prezzi delle attività, stabilità finanziaria e politica monetaria

La definizione del ruolo dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria solleva una serie di problemi. Una questione strategica è se essi debbano costituire un obiettivo indipendente di politica monetaria. In molti paesi le banche centrali hanno il compito istituzionale di promuovere la stabilità finanziaria. Poiché il ciclo dei prezzi delle attività può innescare crisi bancarie di tipo sistemico e, in connessione con il ciclo del credito, spesso precedere un drastico rallentamento economico, alcuni sostengono che sarebbe consigliabile fissare obiettivi diretti per le variabili finanziarie. Tuttavia, a differenza di quanto avviene per l'obiettivo di inflazione, è difficile quantificare la stabilità finanziaria, e non è quindi semplice determinare quando quest'ultima sia minacciata dall'andamento dei prezzi delle attività. Vi è inoltre l'evidente difficoltà di stabilire con esattezza quale prezzo, tra i molti proponibili, debba fungere da obiettivo e, una volta scelto, a quale livello lo si debba fissare. Quel che più conta, una politica siffatta implicherebbe logicamente un perseguimento meno rigoroso del più tradizionale obiettivo della stabilità dei prezzi al consumo.

Il ruolo dei prezzi delle attività non è ben compreso

A prescindere dalla misura in cui si consenta talora ai prezzi delle attività di condizionare il perseguimento dei tradizionali obiettivi di politica monetaria, l'effetto dei primi sui secondi è chiaramente di grande interesse per le autorità. Tuttavia, restano irrisolti molti problemi pratici riguardanti il modo in cui la politica monetaria debba reagire ai movimenti dei prezzi delle attività. Ad esempio, non è chiaro se le autorità possano rispondere a questi ultimi senza avere almeno stabilito se i livelli raggiunti sono troppo alti o troppo bassi rispetto a un livello ritenuto appropriato. In secondo luogo, esiste una notevole incertezza circa il ruolo dei prezzi delle attività nella trasmissione degli impulsi monetari, incertezza che ne limita l'utilità nella valutazione delle politiche. Non sono ben compresi, ad esempio, né i tempi né l'ampiezza degli effetti della manovra monetaria sui prezzi delle attività.

Potenziali pericoli di una risposta ai prezzi delle attività

Gli effetti incerti della politica monetaria sui prezzi delle attività sono comuni sia a un allentamento che a una restrizione. Quanto al primo, l'immissione di liquidità in tempi di evidente tensione finanziaria potrebbe incoraggiare atteggiamenti di "moral hazard" e favorire in futuro situazioni di tensione ancor peggiori. Di fatto, tali interventi potrebbero involontariamente convalidare gli elevati prezzi esistenti in altri mercati di attività ad andamento sostenuto. Le riduzioni dei tassi decise dalla Riserva federale alla fine del 1998, necessarie per stabilizzare i mercati del reddito fisso, possono aver al tempo stesso incoraggiato l'ascesa del mercato azionario. Quanto alla manovra di restrizione, sembra chiaro, alla luce dell'esperienza giapponese degli anni ottanta, che un tempestivo irrigidimento della politica monetaria può contenere i prezzi delle attività e il formarsi di una bolla speculativa. In pratica, tuttavia, una politica monetaria di poco più restrittiva potrebbe rafforzare la fiducia dei mercati nella sostenibilità della crescita, segnalando la determinazione antinflazionistica della banca centrale. Ciò vanificherebbe gli effetti perseguiti dalla manovra. Può pertanto rivelarsi difficile arginare bolle speculative dei prezzi delle attività in modo blando. In effetti, si potrebbe sostenere che le autorità monetarie siano in grado di contrastare presunte bolle speculative solo con misure di inasprimento aggressive. A prescindere da altre considerazioni relative

all'adozione di obiettivi in termini di prezzi delle attività, le autorità avranno una naturale avversione per tali metodi in assenza di certezza sull'effettiva esistenza di simili bolle. È possibile che questa certezza emerga solo in una fase avanzata del ciclo, ma a quel punto potrebbe essere troppo tardi per schermare l'economia dalle conseguenze di un aggiustamento dei prezzi delle attività.

Annuncio del bias

La necessità di considerare l'interazione fra le aspettative dei mercati finanziari e la politica monetaria è stata anche evidenziata lo scorso anno dalla decisione della Riserva federale di annunciare il proprio orientamento prevalente immediatamente dopo le riunioni del FOMC. Prima del maggio 1999 questa informazione veniva fornita al pubblico solo all'atto della pubblicazione dei verbali delle riunioni del FOMC. La nuova procedura riflette la volontà ancor maggiore di trasparenza della Riserva federale in merito alle sue operazioni.

Fin dall'inizio, il significato del bias non è mai risultato del tutto chiaro all'opinione pubblica. Una delle interpretazioni è che esso facilita il conseguimento del consenso fra i membri del FOMC sull'obiettivo di tasso adottato, fornendo uno sbocco alle vedute dissenzienti. Secondo un'altra interpretazione, esso attribuisce al Presidente la facoltà di attivare manovre discrezionali tra una riunione e l'altra. Una terza spiegazione è che esso segnala la direzione in cui le future modifiche dei tassi sui federal funds dovranno effettivamente muoversi. Malgrado questa scarsa chiarezza, dall'esame dei movimenti dei tassi dei futures sui federal funds in prossimità delle riunioni del FOMC successive al maggio 1999 pare che i mercati non siano stati sorpresi né abbiano reagito bruscamente allorché il bias è stato annunciato contestualmente all'impostazione della politica. Anche il comportamento dei mercati obbligazionari non pare essersi modificato; tuttavia, l'annuncio del bias sembra aver causato reazioni di breve durata sui mercati azionari. Al fine di dissipare ogni possibile confusione, nel febbraio 2000 la Riserva federale ha riesaminato la sua procedura di comunicazione al pubblico, chiarendo che l'annuncio del bias intende trasmettere l'opinione prevalente del FOMC circa le incertezze che circondano le future prospettive di crescita e di inflazione in un orizzonte temporale che si estende al di là della successiva riunione.

Scarsa chiarezza del significato del bias

Giappone

Con prezzi al consumo stabili o in lieve diminuzione e un output gap ampio e in aumento, lo scorso anno la politica monetaria giapponese si è incentrata sull'obiettivo di impedire che l'economia sviluppasse ulteriori tendenze deflazionistiche.

Poiché il tasso overnight era già sceso praticamente a zero nel marzo 1999, un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie attraverso il tradizionale canale dei tassi d'interesse non era praticabile. Data la rapida ascesa dei tassi a lungo termine alla fine del 1998 e agli inizi del 1999, in risposta all'annuncio di provvedimenti fiscali a sostegno dell'economia, unitamente a un previsto minore assorbimento di titoli di Stato a lungo termine, la Banca del Giappone ha annunciato in aprile l'intenzione di mantenere a zero i tassi a

La politica di tasso d'interesse zero ...

... è proseguita

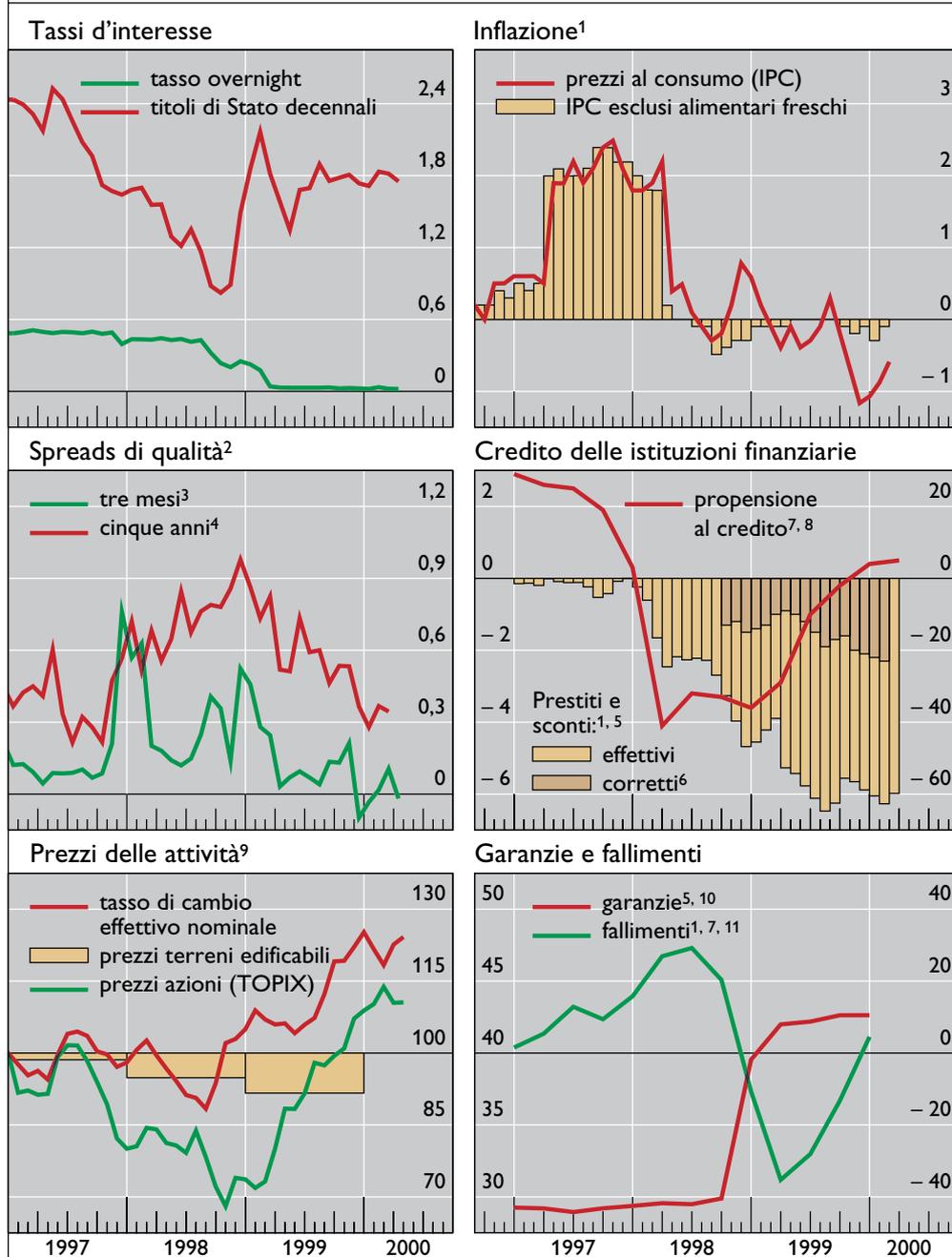
breve finché non si fossero dissipati i timori di una deflazione. Questa iniziativa, mirante a esercitare pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari, ha condotto in primavera a un calo dei rendimenti sui titoli decennali. Segnali di miglioramento delle prospettive economiche nel corso dell'anno hanno fatto ritenere in estate che la politica del "tasso zero" avrebbe potuto essere abbandonata, innescando un aumento dei rendimenti a lungo termine fino a poco meno del 2%. Inoltre, aspetto questo più preoccupante, lo yen ha cominciato repentinamente ad apprezzarsi, con effetti contrattivi sull'attività economica. Solo quando verso la fine dell'anno si è diffusa la percezione che l'economia fosse più debole di quanto ritenuto in precedenza l'apprezzamento è stato in parte annullato.

Sebbene la politica fiscale abbia continuato a svolgere un ruolo cruciale nel sostegno dell'attività economica, è altresì emerso sempre più chiaramente che le iniziative intraprese l'anno precedente per stabilizzare il sistema finanziario cominciavano a dare risultati. L'apprestamento di garanzie sui crediti, l'aumento dei prestiti erogati da istituti finanziari pubblici, la chiusura di istituzioni insolventi e la ricapitalizzazione di diverse grandi banche avevano lo scopo di sostenere l'espansione del credito e la fiducia del pubblico. La riduzione del premio per il rischio di credito nel sistema bancario, il miglioramento della propensione al credito e più elevati corsi azionari hanno fornito gli attesi segnali che le percezioni circa lo stato di salute del sistema finanziario stavano effettivamente migliorando. Tuttavia, malgrado questo mutamento di clima sono ancora mancate indicazioni chiare di un rafforzamento significativo delle condizioni finanziarie sottostanti. I prestiti bancari, ad esempio, hanno continuato a diminuire per l'effetto congiunto di una domanda di credito debole da parte di grandi prenditori e delle preoccupazioni dei creditori circa la posizione finanziaria dei mutuatari minori in particolare.

Riducendo a zero il tasso "call money", la Banca del Giappone ha interamente finalizzato il suo principale strumento di politica monetaria al sostegno dell'economia. Restava altamente incerta la misura in cui avrebbero potuto essere utilizzati provvedimenti addizionali e straordinari per allentare ancora le condizioni monetarie. Alcuni osservatori, tra cui la stessa Banca del Giappone, erano del parere che ulteriori sforzi per espandere la base monetaria, attraverso operazioni sul mercato monetario o interventi non sterilizzati sui cambi, si sarebbero rivelati inefficaci, perché le istituzioni finanziarie avrebbero ridepositato la liquidità addizionale presso la banca centrale. È stato affermato che tali misure potevano risultare addirittura controproducenti, qualora avessero compromesso l'autonomia della Banca del Giappone e determinato un rialzo dei tassi a lungo termine. Per converso, altri osservatori ritenevano che l'aumento della base monetaria avrebbe potuto indurre le istituzioni finanziarie ad acquisire attività a più elevato rendimento, tra cui obbligazioni societarie e titoli di Stato a più lungo termine, abbassandone così il rendimento e stimolando l'attività economica. È stato inoltre sostenuto che la Banca del Giappone avrebbe potuto ampliare la gamma delle sue operazioni con riferimento alla struttura per scadenze e finanche alla tipologia di strumenti di intervento diretto. Tuttavia, ciò avrebbe sollevato importanti quesiti sulla qualità delle attività e sull'esposizione appropriata al rischio di tasso d'interesse, con possibili

Diminuisce la preoccupazione per le istituzioni finanziarie

Indicatori economici per il Giappone



¹ Variazione percentuale annua. ² In punti percentuali. ³ "Call money" (crediti non garantiti) meno buoni del Tesoro. ⁴ Titoli bancari meno obbligazioni di Stato. ⁵ Scala sinistra. ⁶ Per tener conto, fra l'altro, della cartolarizzazione, di svalutazioni di prestiti e di variazioni di cambio. ⁷ Scala destra. ⁸ Saldo percentuale delle risposte positive e negative, secondo quanto segnalato dalle istituzioni non finanziarie. ⁹ Fine 1996 = 100. ¹⁰ Impegni di firma in essere (in trilioni di yen). ¹¹ Numero di fallimenti societari.

Fonti: Banca del Giappone, *Tankan*; Tokyo Shoko Research Ltd; statistiche nazionali.

Grafico IV.2

conseguenze per l'autonomia della Banca del Giappone in caso di rilevanti perdite.

Un altro argomento dibattuto lo scorso anno in Giappone ha riguardato la possibilità che l'annuncio di un obiettivo di inflazione esplicito contribuisse a innalzare le aspettative inflazionistiche e a spingere i tassi d'interesse reali attesi

Considerato l'approccio di un obiettivo di inflazione

al disotto dello zero. La Banca del Giappone ha constatato che le proposte per introdurre nel paese un obiettivo di inflazione esplicito si sviluppavano lungo due direttrici. Alcuni osservatori hanno suggerito di fissare un obiettivo numerico ben al disopra della fascia di stabilità dei prezzi. Dati i costi dell'inflazione, le difficoltà di controllare una fiammata inflazionistica e il fatto che l'economia mostrava già segni di ripresa, la Banca non ha accolto favorevolmente questa opzione. Altri osservatori hanno argomentato che la Banca doveva adottare una strategia più tradizionale. Secondo la banca centrale, anche questa impostazione comportava problemi di carattere più generale, riguardanti il modo di rafforzare la trasparenza e la responsabilità della politica monetaria, ed essa ha annunciato che avrebbe esaminato in dettaglio questi problemi. Nessun paese ha finora adottato un obiettivo di inflazione nell'intento di accrescerne il livello, e perciò la situazione del Giappone differisce in modo sostanziale da quella presente altrove. Inoltre, l'adozione di un obiettivo di inflazione nel contesto attuale potrebbe provocare problemi di credibilità, data la prevedibile difficoltà di persuadere il pubblico che la banca centrale dispone di strumenti adeguati a far salire l'inflazione fino alla fascia obiettivo nel momento in cui i prezzi iniziassero effettivamente a scendere.

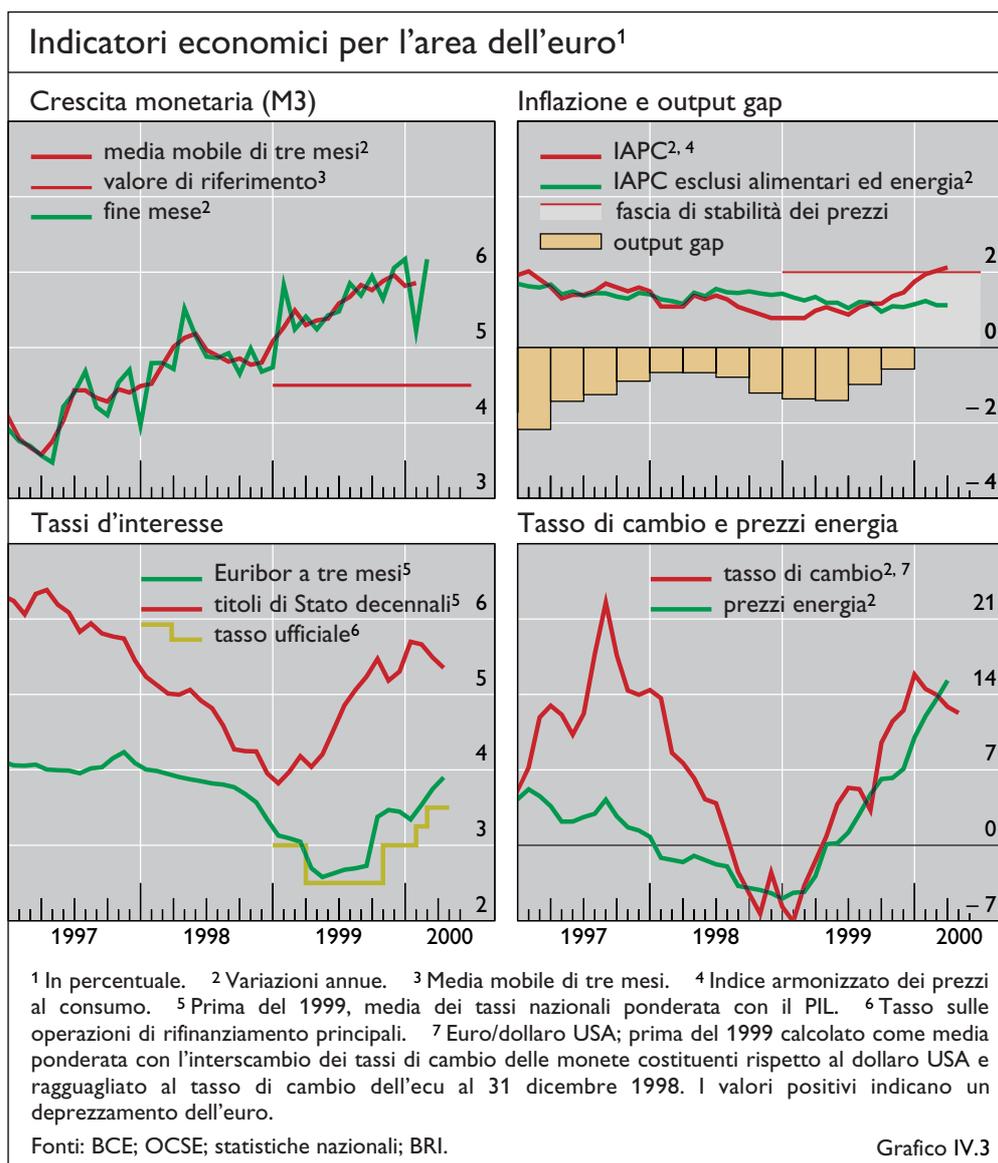
“Zero lower bound”

L'esperienza recente del Giappone offre una rara opportunità di apprezzare l'importanza del fatto che i tassi d'interesse nominali non possono scendere al disotto dello zero, il cosiddetto “zero lower bound” (ZLB). Taluni osservatori hanno sostenuto che l'esistenza di questo vincolo renderebbe inappropriata una politica monetaria finalizzata a un livello zero di inflazione. In tali circostanze, sarebbe assai difficile far sì che si determinino tassi reali negativi ove questi si rendessero necessari per motivi congiunturali. L'evidenza storica mostra tuttavia che questa conclusione può essere messa in discussione. Un motivo è che i tassi d'interesse reali a breve solo raramente sono stati negativi, a indicazione che le banche centrali non hanno avvertito spesso la necessità di avvalersi di tassi negativi per stimolare l'economia. Parimenti, non si sono quasi mai verificate occasioni nelle quali le banche centrali abbiano ritenuto di dover ridurre i tassi in prossimità dello zero. Di fatto, i casi storici di tassi nominali zero sono essenzialmente limitati agli Stati Uniti nei tardi anni trenta e al Giappone lo scorso anno; entrambi gli episodi si sono verificati in situazioni in cui una grave crisi nel settore finanziario aveva provocato forti pressioni contrattive sull'economia reale. Tali episodi vanno perciò interpretati piuttosto come esempi che sottolineano l'importanza di salvaguardare lo stato di salute dei mercati finanziari e non come la chiara prova che il perseguimento di un tasso d'inflazione zero si accompagna necessariamente ad andamenti macroeconomici mediocri.

Area dell'euro

Contesto incerto

Nel primo anno di vita dell'euro l'Eurosistema si è trovato a operare in un contesto incerto. Dopo l'indebolimento della domanda globale seguito alla crisi economica di molti paesi emergenti, l'attività produttiva nell'area dell'euro era rallentata fortemente nel 1998. Con un clima di fiducia in progressivo deterioramento, un'espansione reale decrescente, un'inflazione dei prezzi al consumo



flettente e prezzi alla produzione industriale in calo, la situazione dell'economia all'inizio del 1999 appariva debole, facendo temere l'insorgere di pressioni deflazionistiche. Le condizioni economiche indicavano la necessità di un allentamento monetario, ma le pressioni politiche sull'Eurosistema per una riduzione dei tassi d'interesse facevano sì che un'iniziativa in questa direzione avrebbe potuto rivelarsi dannosa per la credibilità di quest'ultimo. L'Eurosistema è infine intervenuto nell'aprile 1999, riducendo il proprio tasso ufficiale di 50 punti base, al 2,5%, nell'intento di promuovere la ripresa.

Questa decisione è stata presa in un contesto di segnali contraddittori da parte dei due "pilastri" utilizzati dall'Eurosistema per la definizione della sua politica, la crescita di M3 e una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su molteplici indicatori. Nel presentare la sua strategia, l'Eurosistema aveva affermato che esso non avrebbe reagito automaticamente agli scostamenti della crescita monetaria dal valore di riferimento. Tali scostamenti avrebbero invece indotto a ulteriori analisi tese ad accertare l'esistenza di effettivi rischi per la stabilità dei prezzi. Pertanto, benché agli inizi del 1999 la crescita di M3

Segnali diversi provenienti dai due pilastri

superasse il valore di riferimento del 4,5%, l'analisi complessiva degli sviluppi monetari non segnalava un aumento delle spinte inflazionistiche; è stata quindi attribuita maggiore importanza al secondo dei suddetti pilastri.

In seguito al migliorato contesto esterno, in presenza di un euro in deprezzamento, l'attività economica ha gradualmente ripreso vigore nel corso dell'anno. Di riflesso a tali sviluppi e a un netto aumento dei prezzi delle materie prime, l'inflazione generale, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è passata dall'1% circa nel primo trimestre 1999 al 2% agli inizi del 2000. Pur avendo definito la stabilità dei prezzi come un livello dell'inflazione inferiore alla soglia del 2%, l'Eurosistema ha sottolineato che superamenti temporanei di tale valore non dovevano essere considerati incompatibili con la stabilità. Inoltre, l'inflazione di base, calcolata escludendo dall'IAPC i prodotti alimentari ed energetici, ha continuato a diminuire nel corso dell'anno. Tuttavia, dato il cambiamento intervenuto nelle prospettive di inflazione durante l'autunno, l'Eurosistema ha ridotto il grado di condiscendenza monetaria, innalzando a più riprese il suo tasso ufficiale fra il novembre 1999 e l'aprile 2000, per un totale di 125 punti base, portandolo al 3,75%. Queste decisioni sono state prese sulla base delle informazioni fornite da entrambi i pilastri e alla luce del continuo deprezzamento dell'euro, che segnalava rischi per la stabilità attraverso il canale dei prezzi delle importazioni.

Credibilità e trasparenza

Si può dire che la prova maggiore affrontata dall'Eurosistema lo scorso anno sia stata quella di dimostrare l'impegno alla stabilità dei prezzi e la capacità di conseguirla in un contesto caratterizzato dal mutamento. Sebbene la chiarezza del suo mandato e il grado di indipendenza attribuitogli dal Trattato di Maastricht fossero intesi a facilitare questo compito, nondimeno la conduzione della politica finalizzata a questo obiettivo si è dimostrata non facile. Un primo problema originava dal fatto che vi erano scarsi precedenti storici di una banca centrale chiamata ex abrupto a condurre la politica monetaria in un'area vasta, in rapida evoluzione ed economicamente differenziata. Inoltre, l'introduzione dell'euro aveva comportato un netto cambiamento nel contesto economico dei singoli paesi membri, innescando mutamenti strutturali di entità ancora ignota. Era perciò inevitabile che per qualche tempo il meccanismo di trasmissione monetaria nell'area dell'euro sarebbe stato di difficile comprensione.

Un'altra fonte di incertezza era legata all'approccio di politica monetaria. Non vi è dubbio che le componenti essenziali di tale approccio – la chiara affermazione che la stabilità dei prezzi costituisce un obiettivo primario, unitamente a una definizione numerica per renderlo operativo – sono ben comprese e godono del solido sostegno dell'opinione pubblica. Ciò nonostante, l'utilizzo dei due pilastri si è rivelato più difficile da spiegare. Poiché uno di essi è costituito da un valore numerico di riferimento per la crescita di M3, in taluni ambienti l'approccio stesso è stato frainteso, in quanto lo si è considerato equivalente a un "targeting" monetario, malgrado i chiarimenti in senso contrario dell'Eurosistema. Mentre le indicazioni fornite dai due pilastri dovrebbero normalmente avere le stesse implicazioni per la politica monetaria, esse sono risultate varie volte contraddittorie, rendendo più opache le decisioni.

Cambia il
meccanismo di
trasmissione
monetaria

Reso più complesso
il quadro operativo
della politica
monetaria

Informazioni
potenzialmente
contraddittorie

Inoltre, le ampie oscillazioni dei tassi di cambio hanno sollevato altri problemi di credibilità, nonostante le ripetute affermazioni dell'Eurosistema, secondo cui il tasso di cambio rientrava nel quadro di riferimento della politica monetaria solo in quanto fattore che influisce sulle prospettive di inflazione valutate sulla base di più indicatori. L'ulteriore precisazione dell'importanza relativa dei due pilastri dovrà essere un compito permanente, la cui rilevanza diminuirà solo quando l'Eurosistema potrà vantare solidi precedenti storici in termini di stabilità dei prezzi.

In quanto istituzione nuova, l'Eurosistema ha attirato su di sé una comprensibile, ma a volte forse eccessiva, attenzione da parte del pubblico. L'adozione di procedure, anche in materia di trasparenza e di metodi di comunicazione con i mercati finanziari, che per taluni aspetti sopravanzano quelle di stimate banche centrali, è passata inosservata o ha causato un sorprendente grado di controversia. Ad esempio, non è stato dovutamente apprezzato il fatto che, mentre molte banche centrali pubblicano un'approfondita analisi degli andamenti economici in bollettini a cadenza trimestrale, l'Eurosistema lo fa su base mensile. Analogamente, è stata prestata poca attenzione al fatto che, contrariamente alla Riserva federale e alla Banca del Giappone, l'Eurosistema ha pubblicamente adottato una definizione numerica della stabilità dei prezzi.

La comprensione da parte del pubblico della conduzione della politica dell'Eurosistema non è stata favorita dai commenti apparentemente contraddittori di singoli membri del Consiglio direttivo, nonché di rappresentanti politici, in merito ai livelli appropriati dei tassi d'interesse e di cambio. Se, da un lato, è desiderabile che coloro cui compete la fissazione dei tassi d'interesse esponano pubblicamente le proprie opinioni sulle condizioni dell'economia e sui meccanismi di trasmissione, dall'altro, è possibile che commenti erroneamente interpretati come indicativi di imminenti decisioni di politica monetaria abbiano aumentato, anziché diminuito, l'incertezza.

Nel corso dell'anno l'Eurosistema è stato oggetto di notevoli critiche per la sua decisione di non rendere pubblici i verbali dettagliati delle riunioni e delle votazioni del Consiglio direttivo. Sebbene vi sia ormai consenso sul fatto che la chiarezza è essenziale per l'efficacia della politica monetaria, esistono varie dimensioni della trasparenza. Mentre le banche centrali hanno promosso una maggiore chiarezza in merito a obiettivi, strumenti, procedure decisionali, decisioni e principali ragioni sottostanti, molte si astengono tuttora dal pubblicare i verbali e le dichiarazioni di voto. Uno dei motivi è la convinzione che taluni limiti alla trasparenza possano servire a mantenere la politica monetaria separata dal processo politico. Ciò può rinsaldare l'autonomia della banca centrale e ridurre il rischio di interferenza politica nell'azione di governo monetario. Un altro elemento cruciale per l'efficacia della politica monetaria è il sostegno dell'opinione pubblica. Il promuovere la consapevolezza che la politica monetaria è una funzione tecnica svolta in modo apolitico rende più agevole l'acquisizione di tale sostegno. Queste considerazioni potrebbero essere di particolare rilevanza per l'Eurosistema, che si trova a operare in un contesto politico eccezionalmente complesso, nel quale il rivelare le posizioni dei rappresentanti nazionali attraverso la pubblicazione dei verbali e delle votazioni potrebbe esporre questi ultimi alle pressioni dei gruppi di interesse nei rispettivi paesi.

Opinione pubblica più attenta

Necessità di una voce unica

Verbali delle riunioni e delle votazioni non resi pubblici ...

... in un contesto politico complesso

Pubblicazione di previsioni

L'Eurosistema è stato anche criticato per il fatto di non pubblicare le previsioni interne di inflazione. Esso ha invero manifestato l'intenzione di adottare questa prassi, ma le modalità pratiche restano oggetto di dibattito tra le banche centrali sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Un problema che si pone riguarda la "proprietà" delle previsioni. Affinché le previsioni possano essere considerate rappresentative delle opinioni dei membri dell'organo decisionale è essenziale che questi ultimi siano attivamente coinvolti nella loro elaborazione. Per ragioni geografiche, ciò si rivela difficile nel caso dell'Eurosistema, dal momento che la maggior parte dei membri del Consiglio direttivo risiede nel proprio paese. Un'alternativa sarebbe che l'Eurosistema pubblichi proiezioni dello staff, sulle quali i responsabili delle politiche potrebbero basarsi o meno nello stabilire il livello dei tassi. In questo caso, la pubblicazione di previsioni non migliorerebbe necessariamente la trasparenza sulle determinanti del processo decisionale. Essa potrebbe essere parimenti problematica qualora influenzasse i processi economici in maniera indesiderata; ad esempio, le proiezioni di crescita salariale potrebbero essere prese come base per contrattazioni centralizzate.

"Proprietà" delle previsioni

Problemi di comunicazione

Un'altra questione riguarda il modo migliore di comunicare le previsioni al pubblico. L'essenza del problema è che le previsioni ipotizzano tipicamente tassi ufficiali costanti durante l'arco del periodo temporale considerato e possono pertanto prefigurare profili evolutivi indesiderabili per l'inflazione e il prodotto. Esse potrebbero costituire il fondamento di future manovre dei tassi d'interesse che influenzano le condizioni economiche, e ciò rischia di renderle intrinsecamente incoerenti. Le previsioni potrebbero essere basate sulle risposte endogene della politica monetaria, con la conseguenza che le previsioni stesse diventerebbero irrilevanti dal momento che esse sarebbero sempre in linea con l'obiettivo nell'orizzonte temporale entro il quale la banca centrale persegue le sue finalità. L'interesse del pubblico si sposterebbe perciò sulla sequenza di tassi ufficiali implicita nelle previsioni. Tuttavia, le banche centrali potrebbero non essere favorevoli alla pubblicazione di proiezioni sui futuri tassi d'interesse a breve, poiché ciò comporta il rischio che ogni scostamento dai livelli previsti, seppure causato da nuovi dati, possa essere considerato come uno stratagemma della banca centrale e pregiudicarne quindi la credibilità. Infine, le informazioni relative all'andamento atteso dei tassi d'interesse non sono necessariamente utili al pubblico se non viene specificato anzitutto il modo in cui i tassi a breve sono determinati. La conoscenza della funzione di reazione delle autorità monetarie è essenziale per stabilire le implicazioni che nuovi dati possono avere per gli strumenti della politica monetaria.

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Nella prima metà degli anni novanta diversi paesi industriali hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti, tra questi Nuova Zelanda, Canada, Regno Unito, Svezia e Australia. Lo scorso anno la Svizzera ha adottato un'analogha strategia articolata per conseguire la stabilità dei prezzi centrata sulle previsioni di inflazione. La tendenza all'adozione di strategie basate su obiettivi di inflazione

Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione¹

— inflazione IPC — previsione della banca centrale obiettivo
— inflazione di base² ● previsione del mercato³ tasso ufficiale⁴



Nota: la Svizzera non fissa un obiettivo di inflazione, ma persegue una strategia articolata di previsione dell'inflazione incentrata su un obiettivo numerico per la stabilità dei prezzi.

¹ Tassi d'inflazione misurati come variazione percentuale annua. Canada, Svezia, Australia (dall'ottobre 1998) e Nuova Zelanda (dal 2000) assumono come obiettivo l'inflazione IPC, mentre Regno Unito (e in precedenza anche Australia e Nuova Zelanda) l'inflazione di base. ² Per Svizzera e Canada, IPC esclusi alimentari ed energetici (per Canada anche imposte indirette); per Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio esclusi interessi ipotecari; per Svezia, IPC esclusi imposte indirette, sussidi e interessi ipotecari; per Australia, IPC esclusi alimentari stagionali, petrolio, interessi ipotecari, tariffe pubbliche e altre componenti volatili (pubblicazione sospesa nel giugno 1999); per Nuova Zelanda, IPC esclusi servizi creditizi. ³ Della variazione annua dell'IPC o, per Regno Unito e Nuova Zelanda, dell'inflazione di base; sondaggi dell'aprile 2000. ⁴ Per Svizzera, Libor effettivo a tre mesi (fascia obiettivo fissata a 50 punti base al di sopra/al di sotto del Libor); prima del 2000, tasso sulle anticipazioni. Per Canada, limite superiore della fascia operativa; per Regno Unito e Svezia, tasso pct; per Australia, "cash rate"; per Nuova Zelanda, "cash rate" (prima del marzo 1999, "call rate").

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Grafico IV.4

espliciti è evidente anche nelle economie emergenti; ne sono un esempio Brasile, Polonia, Repubblica Ceca e Sudafrica, paesi che recentemente hanno tutti annunciato obiettivi di questo tipo.

Nei paesi industriali con obiettivi di inflazione i tassi ufficiali sono in genere diminuiti nel 1998 e agli inizi del 1999, principalmente in risposta a un'inflazione che, in seguito al rallentamento della crescita mondiale e al netto calo dei prezzi delle materie prime, si stava portando verso il limite inferiore della fascia obiettivo. Tuttavia, con il procedere dell'anno, la crescita mondiale si è accelerata, i prezzi del petrolio sono fortemente saliti, i corsi delle altre materie prime si sono stabilizzati o sono leggermente aumentati, per cui in questi paesi la politica è stata conseguentemente inasprita.

Alla luce del notevole aumento della crescita della produttività rilevata negli Stati Uniti, una questione che si è posta nei paesi industriali con obiettivi di inflazione era se essi avrebbero presto conseguito risultati analoghi, riducendo così la necessità di innalzare i tassi ufficiali nella misura che appariva altrimenti opportuna. In effetti, in tutte queste economie il rapporto prezzo/utili ha raggiunto livelli record, coerenti con le attese di più elevati guadagni di produttività. Tuttavia, nonostante i diversi valori fatti registrare dalla crescita della produttività del lavoro nei singoli paesi in questione, nel complesso questi non hanno beneficiato di un protratto periodo di forti incrementi. Invero, i guadagni di produttività sono stati in genere appena di poco superiori alla media. L'aumento dell'intensità di capitale negli Stati Uniti, che può aver contribuito alla migliorata dinamica della produttività, è proceduto a ritmi assai più rapidi che altrove.

Nel periodo in esame la Banca del Canada ha innalzato tre volte il tasso ufficiale, dopo una serie di riduzioni concluse nel maggio 1999. Sebbene gli aumenti decisi nel novembre 1999 e agli inizi del 2000 abbiano fatto seguito a quelli degli Stati Uniti, è rimasto nei confronti di quest'ultimo paese un differenziale di tasso negativo. Ciò nonostante, il dollaro canadese è risultato stabile, grazie in parte ai più alti prezzi delle materie prime, che hanno consentito alla Banca del Canada di concentrarsi su altre fonti di inflazione. In particolare, si è ritenuto che l'economia avesse esaurito il margine di potenziale, come evidenziato da un'ampia serie di indicatori, tra cui la domanda interna e il tasso di disoccupazione. Coerentemente con questa valutazione, sono aumentate sia l'inflazione generale che quella di base, quest'ultima a poco meno del 2%, valore mediano della fascia obiettivo della Banca. Questa leggera recrudescenza dell'inflazione, combinata a una forte domanda e a potenziali spinte inflattive provenienti dagli Stati Uniti, ha indotto la Banca del Canada ad alzare i tassi.

Nel Regno Unito l'economia reale è rimasta debole nella prima parte del 1999 e l'inflazione di base si è mantenuta al disotto dell'obiettivo puntuale. Ciò ha dato motivo alla Banca d'Inghilterra di proseguire l'allentamento monetario fino a giugno. Tuttavia a settembre risultava evidente una netta svolta nell'economia. La crescita del prodotto ha superato la media di lungo periodo di circa il 2,5%, e la disoccupazione misurata è scesa ai livelli più bassi degli ultimi venti anni, a indicazione di crescenti sollecitazioni sul potenziale dell'economia. La sterlina si è tuttavia gradualmente apprezzata nel corso dell'anno, alleviando in certa misura le spinte attraverso i più bassi prezzi all'importazione. Nel complesso

Diffuso
inasprimento
monetario

Importanti guadagni
di produttività
ancora da realizzare

Canada

Regno Unito

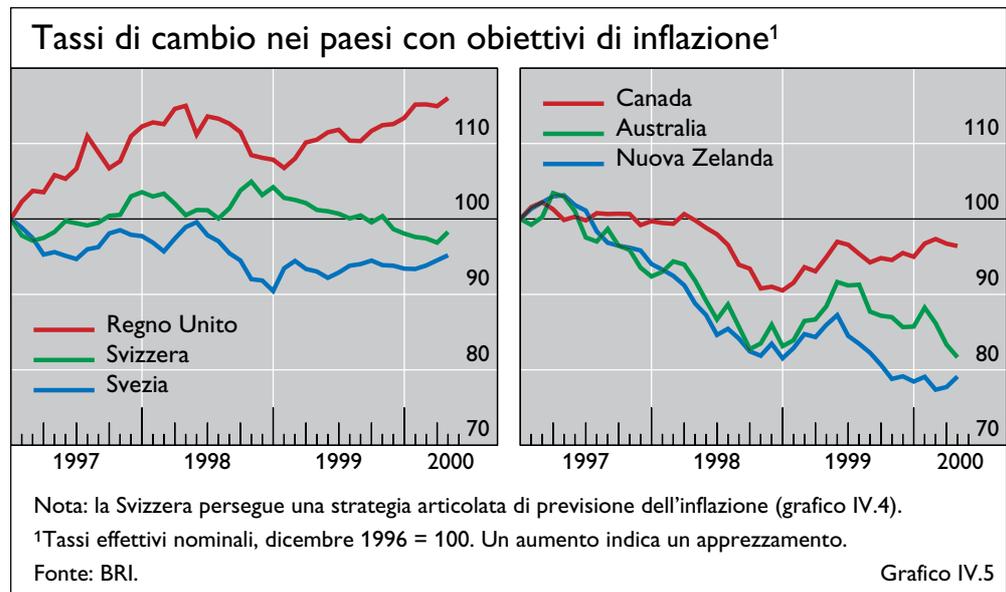
l'inflazione di base è stata inferiore all'obiettivo del 2,5% ma, nella tarda estate, la Banca prevedeva che essa sarebbe salita nel 2000 e nel 2001. Queste considerazioni hanno motivato un riorientamento della politica monetaria nel settembre 1999, con successivi, graduali aumenti del tasso pct fino al 6%. Sulla base di questi più elevati tassi, per l'inflazione veniva previsto un progressivo ritorno al livello di obiettivo entro il 2001.

Un'ulteriore spiegazione degli aumenti del tasso pct potrebbe essere stata la preoccupazione in seno al Comitato di politica monetaria circa i prezzi delle attività. I rapporti prezzo/dividendo hanno raggiunto massimi storici e le quotazioni degli immobili sono fortemente salite per tutto il 1999. Ad esempio, la Halifax housing survey indicava che nella tarda estate i prezzi stavano già crescendo a un tasso annuo di quasi il 10%. Contrariamente agli Stati Uniti, i responsabili delle politiche nel Regno Unito non potevano contare su crescenti indicazioni di inattesi guadagni di produttività in grado di mitigare le future pressioni inflazionistiche.

I due principali fattori di incertezza nelle prospettive inflazionistiche del Regno Unito sono stati la probabile direzione dei futuri movimenti del cambio e i possibili aumenti del grado di concorrenza interna. Le previsioni che assumevano un'evoluzione del cambio in armonia con i differenziali di tasso d'interesse hanno indotto a pronosticare che dopo due anni l'inflazione sarebbe stata superiore di oltre 1/2 punto percentuale alle previsioni basate su un tasso di cambio invariato (modello di "random walk"). Sebbene entrambi i modelli previsivi abbiano una propria giustificazione, nessuno dei due è molto affidabile. Una seconda causa di incertezza riguardava la possibilità che le imprese avessero di recente sperimentato un marcato aumento del grado della concorrenza interna. In tal caso, l'economia poteva aver beneficiato di una riduzione una tantum delle spinte inflazionistiche.

Anche in Svezia l'inflazione è accelerata nell'ultima parte del 1999, provocando un aumento del tasso pct, la prima correzione intervenuta dopo la serie di riduzioni terminata nel marzo 1999. Le proiezioni per il 2001 davano

Svezia



un'inflazione in crescita al di sopra dell'obiettivo del 2%, a causa di una forte domanda interna e di più elevati prezzi delle importazioni. Malgrado gli aumenti del tasso pct e un cambio stabile, il più rapido sviluppo dell'economia mondiale ha indotto a rivedere verso l'alto le prospettive di crescita interna, per la quale ci si attendeva il superamento del prodotto potenziale nel corso del prossimo anno.

Australia

Il dollaro australiano e il dollaro neozelandese sono rimasti relativamente stabili nel 1999, contrariamente all'anno precedente quando un calo dei prezzi delle materie prime aveva provocato un netto deprezzamento di entrambe le valute. Le autorità monetarie dei due paesi hanno pertanto rivolto la loro attenzione primariamente ad altri fattori agenti sull'inflazione, il cui effetto non è stato peraltro giudicato preoccupante per gran parte del periodo. Nondimeno, la Reserve Bank di Australia ha ritenuto necessario aumentare i tassi nel novembre 1999 e nuovamente agli inizi del 2000. I motivi di tali rialzi sono stati analoghi a quelli considerati in Canada, Regno Unito e Svezia: una domanda interna inaspettatamente alta e una inattesa crescita mondiale. Il forte aumento della domanda interna è stato alimentato in parte dagli effetti di ricchezza derivanti in particolare dal notevole rincaro dei prezzi delle abitazioni in Australia. Di conseguenza, si prevedeva che l'inflazione dei prezzi al consumo si sarebbe collocata nella parte superiore della fascia obiettivo entro la metà del 2000.

Nuova Zelanda

La Reserve Bank della Nuova Zelanda ha lasciato immutato il "cash rate" ufficiale per gran parte del 1999. La politica monetaria veniva ritenuta coerente con le previsioni di un mantenimento dell'inflazione entro l'obiettivo, anche consentendo una crescita della domanda di circa il 3%, che avrebbe fatto convergere il prodotto verso il potenziale. In novembre la banca centrale ha innalzato i tassi di $\frac{1}{2}$ punto percentuale in risposta alla robusta crescita nella seconda metà dell'anno e a un dollaro in deprezzamento che aveva leggermente allentato le condizioni monetarie. Agli inizi del 2000 permanevano segni di un principio di surriscaldamento dell'economia che hanno indotto a ulteriori rialzi dei tassi.

Fermo restando che l'obiettivo primario di un regime di "targeting" dell'inflazione è un livello di inflazione basso e stabile, esso non esclude la stabilizzazione a breve di altre grandezze economiche. Infatti, nel dicembre 1999 il Tesoro e la banca centrale neozelandesi hanno sottoscritto un nuovo accordo che esplicita formalmente gli obiettivi sussidiari tesi a evitare inopportune fluttuazioni a breve del prodotto, dei tassi d'interesse e del cambio, peraltro in modo tale da evitare che essi confliggano con la ben consolidata strategia basata su un obiettivo di inflazione a più lungo termine. In linea di massima, il nuovo accordo tende a spostare il peso relativo della stabilizzazione a breve dall'inflazione verso le suddette variabili. È tuttavia difficile stabilire quale sarà l'impatto diretto di questo cambiamento sulle modalità pratiche di conduzione della politica monetaria, poiché vi è motivo di ritenere che la banca centrale abbia già cercato in passato di evitare oscillazioni "indebitamente" ampie di queste variabili.

Nuova strategia
in Svizzera

La Banca nazionale svizzera ha annunciato nel corso dell'anno l'adozione di una nuova strategia incentrata sulle proprie previsioni di inflazione. In base a questo nuovo approccio, le proiezioni inflazionistiche per i successivi tre anni

sono pubblicate alla fine di ciascun anno, e la politica monetaria viene adeguata in conformità. La conduzione della politica monetaria della Banca si è basata tradizionalmente sull'impiego di obiettivi intermedi, mentre con il nuovo sistema le decisioni sono formalmente condizionate da un'ampia gamma di indicatori di inflazione. Un elemento che non è ancora chiaro concerne la risposta della politica monetaria ai movimenti del franco nei confronti dell'euro. È degno di nota il fatto che, mentre il franco aveva registrato significativi apprezzamenti e deprezzamenti nei precedenti anni novanta, nel 1999 le sue fluttuazioni si sono mantenute entro un margine ristretto (Capitolo V).

La nuova strategia è stata integrata da una definizione esplicita della stabilità dei prezzi come inflazione dell'IPC inferiore al 2%. La definizione è paragonabile all'interpretazione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema e il livello simile a quello dei paesi che hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti. La Banca nazionale svizzera ha inoltre modificato le modalità di attuazione della politica monetaria al fine di aumentare la trasparenza delle sue operazioni. In luogo del tasso di crescita della base monetaria, il suo principale strumento è costituito da una fascia obiettivo per il Libor a tre mesi sul franco svizzero.

Definizione della
stabilità dei prezzi

Politica monetaria e incertezza

L'incertezza è immanente alla realtà economica, e le banche centrali hanno sottolineato in misura crescente i vincoli che essa pone nell'impostazione e nella conduzione della politica monetaria. Al tempo stesso, esse si sono rese conto dell'importanza di distinguere tra le differenti fonti di incertezza.

Maggiore enfasi
sull'incertezza

Fonti di incertezza

L'incertezza origina da una pluralità di fonti. La più evidente è quella che riguarda la struttura dell'economia. Ad esempio, lo scorso anno vi è stato un notevole grado di incertezza circa la capacità della Banca del Giappone di influenzare i tassi d'interesse oltre il segmento a breve della curva dei rendimenti. Ma quand'anche vi sia un ampio consenso sulla struttura dell'economia, possono sussistere considerevoli dubbi sull'esatta valenza quantitativa delle singole relazioni. In economie relativamente chiuse come quelle degli Stati Uniti o dell'area dell'euro, ad esempio, la valutazione del margine di sottoimpiego presente nell'economia e del modo in cui esso agisce sull'inflazione è un elemento cruciale nella formulazione della politica monetaria. Ciò nonostante, le stime di questa relazione, comunemente nota come curva di Phillips, sono di norma imprecise e tendono a variare nel tempo.

Incetezza
concernente la
struttura
dell'economia ...

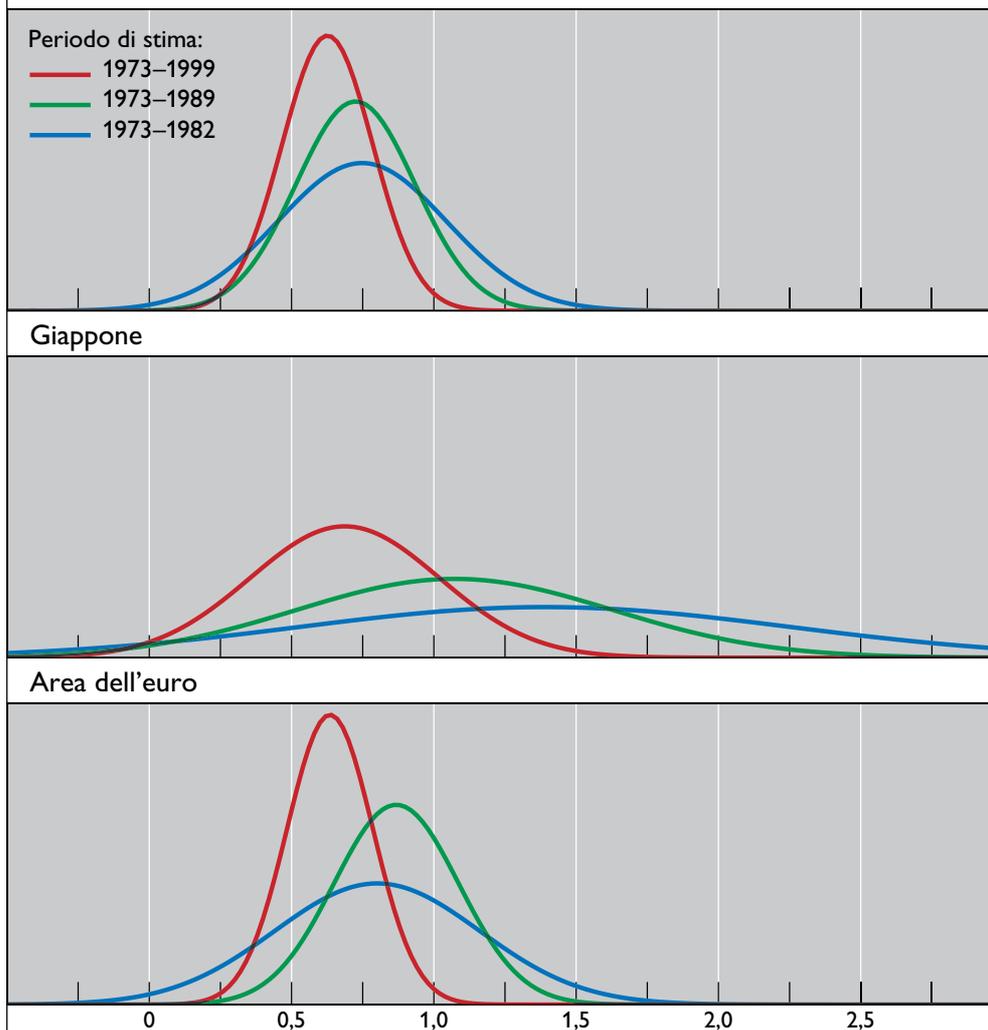
... le stime dei
parametri ...

Il grafico IV.6 mostra la distribuzione delle probabilità stimate per l'impatto dell'output gap sull'inflazione, impiegando dati relativi a Stati Uniti e Giappone e dati sintetici per l'area dell'euro. Sebbene il grafico non tenga conto dell'importante questione delle modalità di stima dell'output gap e vada perciò considerato come meramente illustrativo, nondimeno esso fornisce un quadro della problematica. In particolare, la dispersione delle distribuzioni implica che l'impatto dell'output gap sull'inflazione è incerto. Ad esempio, mentre in tutti e tre i casi un PIL superiore dell'1% al potenziale è associato a un aumento dell'inflazione di circa 0,6 punti percentuali (si veda anche il Capitolo II), le stime

Distribuzione delle stime dell'inclinazione della curva di Phillips

Stati Uniti

Periodo di stima:
 — 1973–1999
 — 1973–1989
 — 1973–1982



Nota: il grafico mostra le approssimazioni normali della distribuzione degli stimatori del coefficiente angolare β in regressioni espresse come $\Delta\pi = \beta \text{Gap} + \varepsilon$, dove π è il tasso d'inflazione (IPC), Gap è l'output gap ed ε è un termine di errore. Tutti i dati sono su base annua.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.6

per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro indicano che l'impatto può variare tra 0,25 e 1 punto percentuale. In Giappone l'impatto è ancora più incerto: potrebbe essere trascurabile o considerevolmente superiore a quello nelle altre due economie. Inoltre, il fatto che il picco della distribuzione si sposti mano a mano che si considerano periodi di tempo più lunghi fa ritenere che la relazione economica evolva nel tempo in modi forse imprevedibili.

L'incertezza deriva anche dal fatto che molte importanti variabili macroeconomiche non sono osservabili, e ciò vale in particolare per le aspettative. Queste ultime, nondimeno, svolgono un ruolo cruciale nella formazione dei prezzi delle attività finanziarie, tra cui i tassi di cambio e i rendimenti obbligazionari, nonché dei beni e servizi. Questa non osservabilità rende difficile stabilire le cause dei movimenti dei prezzi delle attività e, più in generale, l'influsso della manovra monetaria sulle variabili economiche di rilevanza.

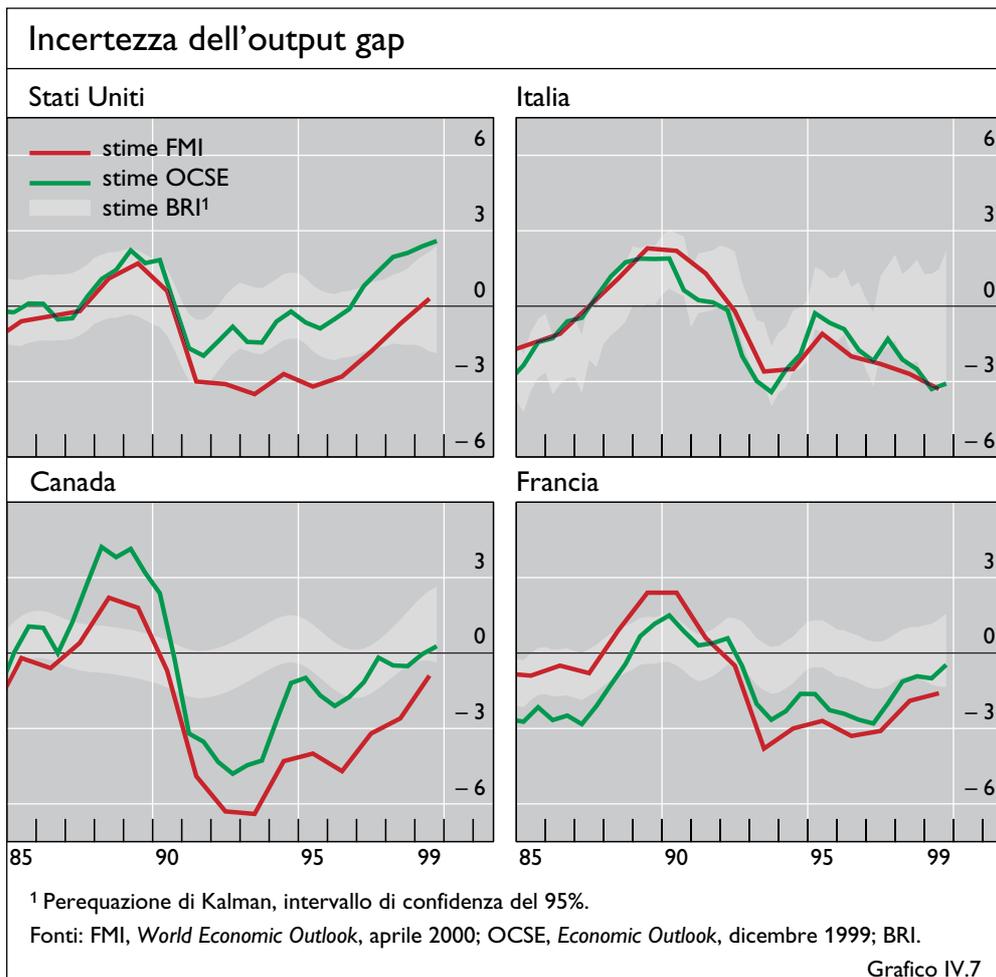
... le grandezze
non osservabili ...

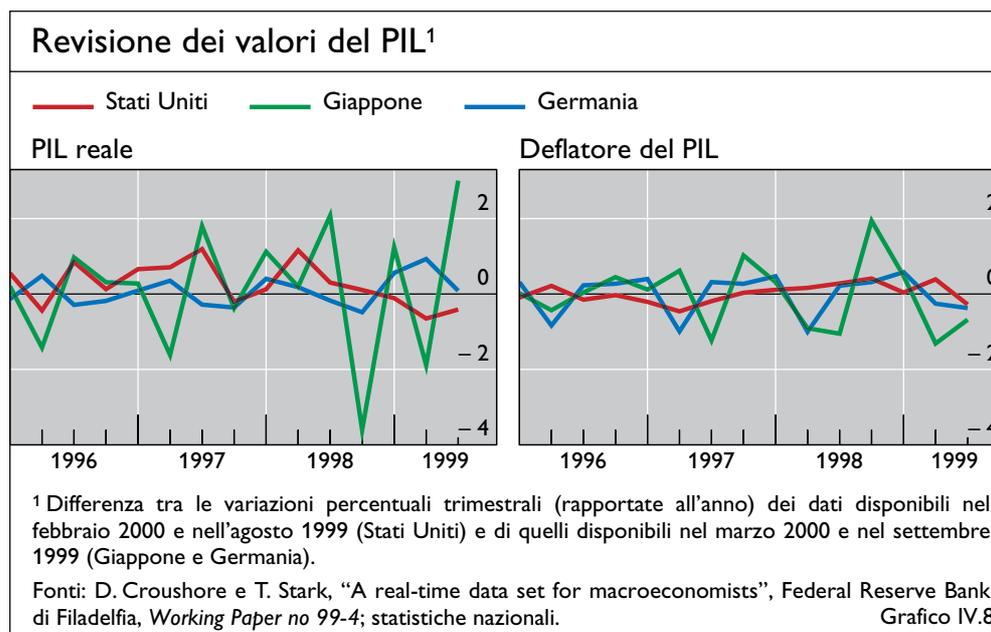
Un ulteriore esempio delle difficoltà che i responsabili delle politiche incontrano in connessione con le serie economiche non osservabili è fornito dal raffronto delle stime dell'output gap. A questa variabile, che pure non è direttamente misurabile, si assegna comunemente un ruolo importante nella valutazione delle spinte inflazionistiche. Il grafico IV.7 mostra tre stime dell'output gap per quattro paesi. Si possono osservare talora ampie discrepanze fra le varie stime. Il fatto che un intervallo di confidenza del 95% intorno a una stima spesso non include stime puntuali alternative è un'ulteriore riprova del grado di incertezza.

Un altro fattore di incertezza è rappresentato dai dati. Dopo una prima diffusione, molte serie storiche vengono riviste, spesso più di una volta, alla luce di nuovi dati pervenuti, di cambiamenti nei fattori di aggiustamento stagionale e di ridefinizione delle variabili. La recente adozione in molti paesi di nuove metodologie di contabilità nazionale ha condotto in alcuni casi a sostanziali modifiche nel valore del PIL reale e delle sue componenti.

... e i dati

Per illustrare l'entità delle revisioni dei dati con cui sono confrontati i responsabili delle politiche, il grafico IV.8 mostra le differenze tra le osservazioni del PIL disponibili in un determinato momento recente e quelle per gli stessi dati storici disponibili sei mesi prima. Come si può vedere, i valori riportati per la crescita trimestrale del PIL reale sono cambiati anche di 3,6 punti percentuali





(tasso annualizzato) in questo breve lasso di tempo. Negli esempi considerati, i dati del PIL reale riferiti al Giappone hanno subito le revisioni maggiori, ma queste sono state rilevanti anche per Stati Uniti e Germania. Correzioni del PIL di questa ampiezza possono rendere difficoltoso, ad esempio, l'impiego di stime recenti dell'output gap come base per le decisioni di politica economica.

Implicazioni per la comunicazione di decisioni ufficiali

Negli ultimi anni le banche centrali hanno dato più enfasi all'incertezza nella formulazione della politica. Nel fissare i propri obiettivi esse hanno tenuto maggiormente conto dei vincoli derivanti da questo fattore. Definendo la stabilità dei prezzi come un'inflazione inferiore al 2%, l'Eurosistema, ad esempio, ha riconosciuto esplicitamente l'incertezza che deriva da errori di misurazione dell'IAPC. Inoltre, molte banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti li esprimono in termini di fascia, e possono assumere come parametro una misura dell'inflazione di base meno soggetta a movimenti imprevedibili. Similmente, nel rendere pubbliche le proprie vedute circa le prospettive dell'economia, alcune banche centrali hanno iniziato a pubblicare stime di distribuzione delle probabilità per l'inflazione attesa e il PIL reale. Dando minore rilievo alle previsioni puntuali, o addirittura astenendosi dal fornirle, il grado di incertezza può essere comunicato al pubblico. Inoltre, alcune istituzioni hanno deciso di pubblicare i verbali delle riunioni, nonostante i problemi citati in precedenza, perché ciò può servire a illustrare le difficoltà che i responsabili delle politiche incontrano nell'interpretare le condizioni economiche correnti e le prospettive a breve termine.

Diversi fattori hanno contribuito a questa maggiore attenzione per le implicazioni dell'incertezza nelle comunicazioni al pubblico su questioni di politica monetaria. Uno di essi è la maggiore enfasi posta sulla trasparenza e sulla responsabilità delle banche centrali. Quanto più trasparente è la conduzione della politica monetaria, tanto maggiore è la necessità che le banche centrali

Fasce obiettivo ...

... e previsioni

Enfasi sulla
trasparenza ...

diano atto dei limiti cui sono soggette, poiché altrimenti esse potrebbero essere esposte a critiche ingiustificate che ne danneggerebbero la credibilità. Data la prassi sempre più diffusa di definire in termini numerici la stabilità dei prezzi e di adottare questa come obiettivo preminente, è essenziale che le banche centrali siano in grado di spiegare le ragioni di un mancato conseguimento di questo obiettivo. In secondo luogo, con l'abbandono di obiettivi intermedi quali gli aggregati monetari e il tasso di cambio, la politica monetaria ha assunto un'impostazione di più ampio respiro e con un orizzonte temporale più esteso, nella quale le previsioni svolgono un ruolo centrale. Poiché le previsioni sono di per sé imprecise, con rischi di errore spesso asimmetrici, è naturale che l'incertezza sia divenuta un tema preminente, sia nel dibattito di politica economica sia nella comunicazione al pubblico. In terzo luogo, come è evidenziato dagli esempi riportati più sopra, esiste una considerevole incertezza su molti aspetti di relazioni economiche fondamentali quali la curva di Phillips. Di fatto, le misure che emergono da tali esempi sottovalutano la reale portata dell'incertezza cui sono confrontati i responsabili delle politiche, in quanto esse presumono che la struttura dell'economia sia stabile. I cambiamenti strutturali dovuti, ad esempio, alla liberalizzazione finanziaria o alle innovazioni nel settore a tecnologia avanzata che accrescono la produttività, contribuiscono ad aumentare ulteriormente il grado di incertezza. Infine, date le notevoli incertezze concernenti il livello appropriato dei prezzi delle attività, la risposta di questi ultimi ai movimenti dei tassi d'interesse e ad altre misure di politica monetaria, nonché il loro potenziale impatto sulle condizioni generali dell'economia, negli ultimi anni il grado di imprevedibilità con il quale le banche centrali devono misurarsi è senza dubbio cresciuto.

... accresciuta
importanza delle
previsioni ...

... cambiamenti
strutturali ...

... e ruolo dei
prezzi delle attività