

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Con un'inflazione prossima allo zero in alcuni paesi e prezzi addirittura decrescenti in altri, lo scorso anno nei principali paesi industriali hanno assunto nuova rilevanza le problematiche concernenti l'appropriata conduzione della politica monetaria in un contesto di quasi stabilità dei prezzi. Una questione che si pone a questo riguardo è il modo in cui le banche centrali possono evitare che un calo dei prezzi generi aspettative estrapolative di futuri ribassi. Il mantenimento dei tassi medi d'inflazione in prossimità dello zero per periodi prolungati solleva inoltre quesiti circa i vantaggi relativi di un obiettivo in termini di livello dei prezzi rispetto a un obiettivo di inflazione. Un ulteriore aspetto problematico è se l'efficacia della politica monetaria si riduca in periodi di prezzi stabili o decrescenti. La turbolenza sui mercati finanziari internazionali seguita alla crisi russa nell'agosto scorso ha sollevato inoltre il problema della misura in cui la politica monetaria debba reagire agli sviluppi sui mercati delle attività in assenza di dati dai quali emerga che tali sviluppi stanno influenzando sui prezzi dei beni e dei servizi.

Negli Stati Uniti, nonostante il vigore della crescita reale e le condizioni più tese sul mercato del lavoro, la politica monetaria è stata allentata alla luce del favorevole quadro inflazionistico e in previsione di un rallentamento dell'economia. Le difficoltà che comporta la conduzione della politica monetaria in un contesto di inflazione molto bassa e di mercati finanziari volatili sono risultate particolarmente evidenti in Giappone, dove le autorità hanno dovuto far fronte a un marcato peggioramento delle condizioni sia dell'economia interna che dei mercati finanziari. Sebbene i tassi a breve siano stati di fatto ridotti a zero, le gravi debolezze del sistema finanziario paiono aver diminuito la reattività delle banche e delle famiglie agli stimoli delle politiche.

Un evento di eccezionale portata nel periodo in esame è stata l'introduzione dell'euro nel gennaio 1999. A questo riguardo, l'attenzione delle autorità si è concentrata lo scorso anno sull'esigenza di determinare il livello verso il quale i tassi d'interesse avrebbero dovuto convergere durante la transizione alla UEM. Anche se le condizioni economiche in diversi paesi minori dell'area dell'euro erano relativamente sostenute, la debolezza dell'attività in Germania e in Italia, che congiuntamente concorrono a circa il 50% del PIL di quest'area, e le incerte prospettive di ripresa economica globale hanno condotto infine a una convergenza al 3%. Ciò ha comportato tagli dei tassi d'interesse persino nei paesi in cui questi si situavano prima ai più bassi livelli. La Banca centrale europea ha dovuto affrontare l'importante questione di come condurre la politica monetaria nel contesto completamente nuovo creato dall'adozione di una moneta unica. Essa ha optato per un quadro operativo costituito da una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, che costituisce l'obiettivo primario

della politica monetaria, da un valore di riferimento per la crescita di M3, quale indicatore chiave, e da una valutazione di ampio respiro delle prospettive inflazionistiche. Tale quadro combina quindi elementi della strategia basata sugli aggregati monetari con il targeting diretto dell'inflazione.

Lo scorso anno la politica monetaria è stata allentata anche nei paesi con obiettivi di inflazione, in quanto le banche centrali hanno preso misure per assicurare che l'inflazione si mantenesse o rientrasse nella fascia obiettivo, nonostante il rallentamento dell'attività economica e il concomitante affievolirsi delle pressioni sui prezzi. Tale manovra ha avuto luogo malgrado il deprezzamento del cambio nella maggior parte di questi paesi seguito al calo dei prezzi delle materie prime. Le autorità hanno generalmente interpretato le pressioni sul cambio come una perturbazione di natura reale alla quale la politica monetaria non doveva reagire. In Canada la rapidità del deprezzamento del cambio ha suscitato il timore di un radicarsi di aspettative estrapolative e ha indotto la Banca del Canada a innalzare temporaneamente i tassi.

Stati Uniti

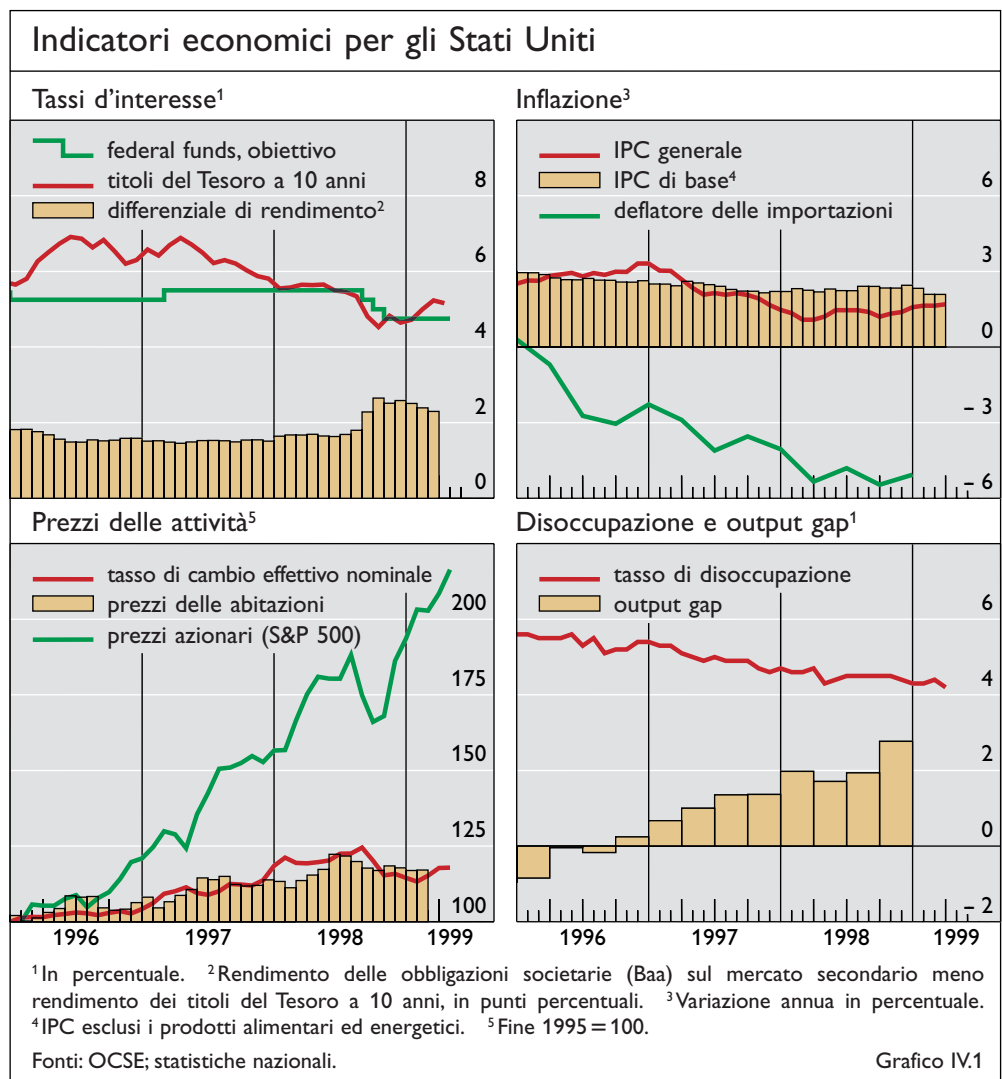
Nel valutare le prospettive inflazionistiche la Riserva federale ha dovuto di recente considerare con attenzione, oltre ai più tradizionali indicatori economici, anche le condizioni dei mercati finanziari. Con una crescita del PIL reale al 3,9% nel 1998, un'espansione del prodotto ben al di sopra delle precedenti stime del potenziale e una disoccupazione ai più bassi livelli da quasi trent'anni, le autorità hanno dovuto tener conto di un possibile intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Per giunta, l'ascesa dei prezzi delle attività ha fatto temere il formarsi di una nuova bolla speculativa, una considerazione questa che avrebbe parimenti giustificato una manovra in senso restrittivo. Tuttavia, dato il forte ribasso dei prezzi dell'energia e di altri prodotti primari, a seguito del rallentamento economico su scala mondiale, e l'apprezzamento del dollaro fino ad agosto, le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute e pertanto l'indirizzo della politica monetaria non è stato modificato sino a tarda estate.

La crisi finanziaria russa a metà agosto ha creato grande incertezza sui mercati finanziari negli Stati Uniti e altrove, con conseguenze potenzialmente importanti per le condizioni della domanda interna e le prospettive di inflazione. Riducendo la ricchezza delle famiglie e aumentando il costo del capitale, la caduta dei prezzi azionari potrebbe aver agito da freno sulla spesa per consumi e investimenti. Inoltre, gli ampi spreads di rischio, l'elevata volatilità e il rarefarsi della liquidità in molti segmenti del mercato hanno accresciuto la probabilità di consistenti perdite per le istituzioni finanziarie e con essa il pericolo di un inasprimento delle condizioni creditizie. Per schermare l'economia da tali effetti e premunirsi contro un improvviso rallentamento congiunturale, la Riserva federale ha tagliato i tassi in settembre, ottobre e novembre per complessivi 75 punti base, abbassandoli al 4,75%. A seguito di questa manovra le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate. A fine marzo 1999 i corsi azionari, calati del 19% tra metà luglio e fine agosto, avevano recuperato nella misura del 34%. Successivamente la politica monetaria è rimasta invariata, in assenza di segni di

Orientamento
invariato fino alla
tarda estate ...

... quando la crisi
russa crea instabi-
lità sui mercati
finanziari

Allentamento
in autunno



aumento delle pressioni inflazionistiche nonostante il perdurare di una rapida crescita reale e di condizioni tese sul mercato del lavoro.

Episodi caratterizzati da così ampie oscillazioni nei prezzi delle attività finanziarie, come quelle osservate nell'autunno scorso, rappresentano un'ardua sfida per le autorità monetarie. L'impatto delle turbative finanziarie è immediatamente evidente nel brusco aumento dei volumi di scambio e della volatilità di mercato, così come nella fuga verso impieghi sicuri e liquidi. Per contro, a causa dello sfasamento temporale tra mutamento del clima di mercato, attività reale e pressioni inflazionistiche, in un primo momento gli effetti macroeconomici più ampi potrebbero non essere chiaramente individuabili. È quindi possibile che inavvertitamente l'orientamento della politica sia troppo restrittivo o troppo permissivo. È quanto si è potuto osservare in alcuni paesi dopo il repentino calo dei prezzi azionari nell'ottobre 1987. A quell'epoca un certo numero di banche centrali aveva optato per un allentamento delle condizioni monetarie nel timore che una caduta dei corsi azionari potesse rallentare l'attività economica. A posteriori, tuttavia, l'effetto di tale caduta sulla domanda aggregata era stato sopravvalutato, e l'allentamento monetario potrebbe aver quindi contribuito alla successiva accelerazione sia dell'attività economica che dell'inflazione. Questo

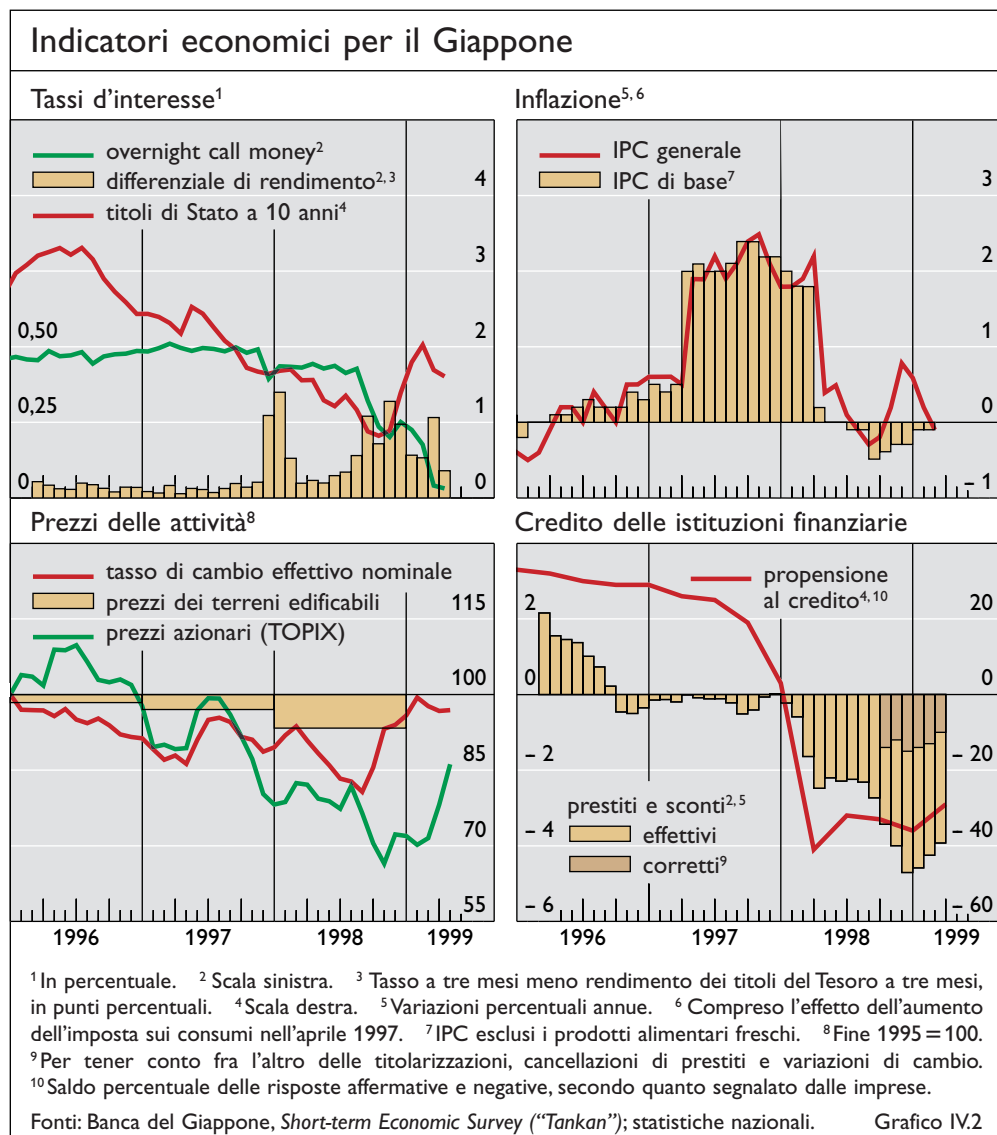
Rinnovata priorità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi interni

episodio insegna che, per quanto auspicabile sia una reazione monetaria alle turbolenze di mercato, è importante che la politica monetaria torni a focalizzarsi sulla stabilità dei prezzi interni non appena le condizioni finanziarie si sono sufficientemente stabilizzate.

Giappone

Lo scorso anno la Banca del Giappone ha dovuto fronteggiare il pericolo che si innescasse un ciclo deflazionistico, dati gli elevati livelli di capacità eccedente e di debito delle imprese, nonché i perduranti gravi problemi del settore bancario. La situazione economica complessiva ha continuato a peggiorare, con una contrazione del 3% del PIL reale nel 1998 e persistenti pressioni al ribasso sugli indici dei prezzi. Il calo dei prezzi delle importazioni e del petrolio, di riflesso agli andamenti a livello mondiale, e l'apprezzamento dello yen a partire da ottobre hanno fatto sì che i prezzi al consumo registrassero flessioni per la prima volta dal 1995-96. I prezzi all'ingrosso interni, in calo dal 1991, hanno proseguito la loro tendenza al ribasso.

Le condizioni si deteriorano ulteriormente ...



Il deterioramento delle prospettive economiche è intervenuto in un momento in cui il tradizionale canale di trasmissione della politica monetaria, i tassi d'interesse, sembrava destinato ad avere scarsa efficacia. Il saggio di sconto è rimasto invariato allo 0,5%, mentre in settembre la Banca del Giappone ha deciso di ridurre allo 0,25% l'overnight call rate, che in precedenza era stato mantenuto di poco al disotto del saggio di sconto. Oltre a prevenire l'accumulo di pressioni deflazionistiche, questo allentamento è stato giudicato opportuno ai fini della stabilità dei mercati finanziari. Ulteriori manovre distensive sono seguite nel febbraio 1999, quando il call rate è sceso anche al disotto dello 0,15% e ai primi di marzo allorché le massicce iniezioni di liquidità da parte della Banca del Giappone hanno praticamente azzerato il tasso overnight.

... e il call rate scende praticamente a zero

Durante la turbolenza dell'autunno scorso sui mercati finanziari in Giappone e in altri paesi, i timori connessi al rischio di controparte avevano ampliato notevolmente lo spread tra i tassi interbancari a tre mesi e i rendimenti dei titoli del Tesoro. In risposta, la Banca del Giappone ha immesso abbondante liquidità nei mercati. Ciò ha consentito di ridurre il differenziale di rendimento, che tuttavia è rimasto consistente. Nonostante il più rapido ritmo di espansione della base monetaria negli ultimi anni, la crescita di M2+CD, principale aggregato monetario di riferimento in Giappone, è stata contenuta. Le banche si sono mostrate sempre più restie a erogare credito in una situazione in cui la solvibilità non solo di clienti ma anche di alcune delle banche stesse era in discussione. Per migliorare il meccanismo di allocazione del credito, la Banca del Giappone ha cercato di facilitare il finanziamento delle imprese, espandendo le proprie operazioni pronti contro termine sul mercato della commercial paper; ciò ha permesso a sua volta alle banche di intensificare la loro attività di emissione su questo mercato. La Banca ha inoltre istituito una facilitazione creditizia per rifinanziare parte dei nuovi prestiti erogati dalle istituzioni finanziarie nel quarto trimestre.

Misure per facilitare il finanziamento delle imprese

L'orientamento sempre più espansivo della politica monetaria è stato in parte controbilanciato dal netto apprezzamento dello yen in ottobre e dal rapido rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine a partire da novembre. Quest'ultimo sviluppo, attribuito al sensibile aumento delle emissioni pianificate per l'esercizio 1999 e all'annuncio che il Trust Fund Bureau avrebbe cessato gli acquisti a fermo, ha a sua volta sospinto verso l'alto i rendimenti dei titoli societari e il tasso attivo minimo a lungo termine. Tale evoluzione, se dovesse proseguire, potrebbe deprimere ulteriormente le condizioni economiche. Per contenere i movimenti al rialzo dei tassi a lungo termine, sono state esercitate pressioni politiche per indurre la Banca del Giappone a incrementare gli acquisti di titoli di Stato. Pressioni di questo genere possono essere controproducenti se generano l'impressione che la politica monetaria sia parte del più ampio processo politico. Ciò potrebbe pregiudicare la credibilità delle banche centrali e indurre così un aumento anziché una flessione dei tassi d'interesse.

Effetti controproducenti delle pressioni politiche

Nel corso dell'anno il governo ha adottato vari provvedimenti per ripristinare la solidità del mercato finanziario. Fra questi figurano la temporanea nazionalizzazione delle banche Long-Term Credit e Nippon Credit, l'incoraggiamento dato alla fusione di varie altre istituzioni e l'esortazione alle banche ancora vitali ad attuare ristrutturazioni in contropartita di fondi pubblici.

La reazione del mercato a questi provvedimenti è stata positiva, come evidenziano la scomparsa del “premio Giappone” e il forte recupero dei corsi delle azioni bancarie, ma resta da vedere se le banche riusciranno a realizzare le ristrutturazioni che si sono impegnate a intraprendere. In particolare, potrebbe sorgere un conflitto tra l’impegno ad aumentare il finanziamento interno e quello di ridurre contemporaneamente i costi. Un drastico ridimensionamento delle operazioni internazionali delle banche giapponesi potrebbe contribuire a risolvere questo problema, anche se con il rischio di crearne altri.

Area dell’euro

Nei paesi partecipanti alla UEM la politica monetaria è stata dominata lo scorso anno dall’esigenza di far convergere i tassi d’interesse verso un livello comune entro la fine del 1998. Ciò era reso più difficile dal fatto che, nonostante la notevole convergenza nominale raggiunta negli anni precedenti, permanevano pronunciate differenze nella situazione economica dei vari paesi. Da ultimo, i tassi ufficiali si sono attestati al 3%. Questa convergenza ha comportato modeste riduzioni nei paesi in cui i tassi si situavano ai più bassi livelli, ma tagli consistenti negli altri.

Nei mesi precedenti l’introduzione dell’euro nel gennaio 1999, la BCE ha reso nota la propria strategia di politica monetaria, incentrata su una definizione quantitativa dell’obiettivo finale della stabilità dei prezzi, un valore di riferimento per la crescita monetaria e una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su molteplici indicatori.

Sviluppi sul piano economico e delle politiche

Nei paesi partecipanti all’area dell’euro la situazione economica è rimasta ineguale nel periodo in esame, in quanto al perdurante vigore di diverse economie minori ha fatto riscontro una situazione globalmente debole in alcuni paesi maggiori. Prima del gennaio 1999 le singole banche centrali hanno dovuto soppesare le considerazioni di inflazione interna a fronte dell’esigenza di far convergere i tassi d’interesse.

In Irlanda una crescita estremamente sostenuta per il quinto anno consecutivo ha contribuito a un ulteriore aumento del prodotto al di sopra del potenziale e a un accentuarsi delle spinte inflazionistiche. Nel corso dell’autunno, tuttavia, la congiuntura ha cominciato a raffreddarsi e le pressioni sui prezzi sono diminuite. Poiché l’inflazione è scesa da un massimo del 3,2% in agosto all’1,7% in dicembre, e data la necessità di abbassare i tassi d’interesse ai fini della convergenza, in ottobre ha avuto inizio un allentamento della politica monetaria. L’espansione economica è stata molto vigorosa anche in Finlandia e nei Paesi Bassi, tanto da rendere positivo l’output gap stimato. In Finlandia le pressioni inflazionistiche, gradualmente accumulate nel 1997 e agli inizi del 1998, hanno cominciato a ridursi durante la primavera in seguito al rallentamento dei prezzi all’importazione, e a fine anno l’inflazione era scesa al di sotto dell’1%. Essa è calata anche nei Paesi Bassi, risultando pari al 2% nella media dell’anno.

L’output gap è stato colmato anche in Portogallo, dove l’indice dei prezzi ha subito un’accelerazione dal 2,3% negli ultimi mesi del 1997 al 3,2% a fine 1998.

Convergenza
dei tassi d’interesse
al 3%

Irlanda

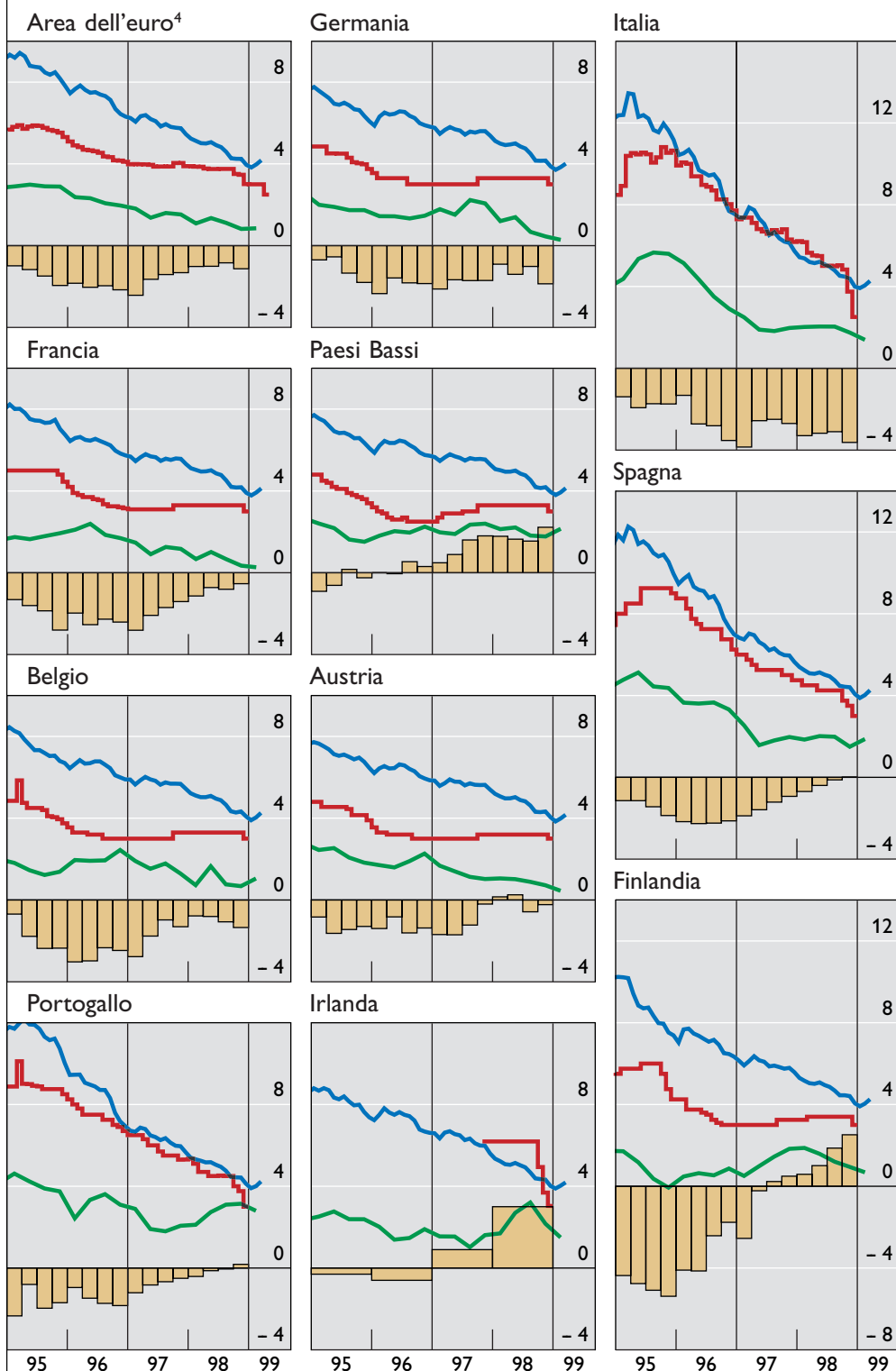
Finlandia e
Paesi Bassi

Portogallo

Output gap, inflazione e tassi d'interesse nell'area dell'euro

in percentuale

■ output gap — inflazione¹ — tasso ufficiale² — rendimenti³



¹Variazione su quattro trimestri dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, definizione armonizzata a partire dal 1996; per i singoli paesi, definizioni nazionali. ²Belgio, tasso centrale; Paesi Bassi, tasso sulle anticipazioni straordinarie; Portogallo, tasso d'intervento; altri paesi, tasso di aggiudicazione. ³Obbligazioni di Stato rappresentative (solitamente a 10 anni). ⁴Escluso il Lussemburgo.

Fonti: BCE; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Grafico IV.3

Il costante vigore della crescita e le connesse spinte sui prezzi sono attribuibili in parte alla convergenza dei tassi d'interesse. Poiché i tassi ufficiali sono stati ridotti dal 6 al 3% tra metà 1997 e fine 1998 e l'inflazione si è accelerata durante lo stesso periodo, i tassi reali hanno subito un calo di oltre 4 punti percentuali. Un'evoluzione analoga, anche se meno pronunciata, è osservabile in Spagna, dove i tassi ufficiali sono stati ridotti dal 5,25 al 3% tra metà 1997 e fine 1998, mentre l'inflazione è calata solo di poco e nello stesso periodo i tassi a breve sono scesi di circa il 2,5% in termini reali.

Spagna

Le tre economie maggiori: Francia, Germania e Italia

Fra le tre economie maggiori, è la Francia ad aver registrato le condizioni economiche di gran lunga più dinamiche. Con una crescita del 3,2% nella media del 1998, l'output gap si è ridotto considerevolmente. Ciò nonostante, l'inflazione è scesa allo 0,3% su base annua. Per contro, in Germania e in Italia la situazione economica è rimasta mediamente debole ed è peggiorata in corso d'anno. Dopo aver registrato un forte aumento nel primo trimestre in Germania, Austria e Belgio, la crescita del PIL è successivamente rallentata, situandosi in media annua intorno al 3%. Essa è rimasta debole in Italia, dove ha raggiunto solo l'1,4%. Poiché in questi paesi il consistente output gap è rimasto per lo più invariato, le pressioni inflazionistiche si sono in genere attenuate, con tassi varianti dallo 0,4% in Germania allo 0,7% in Austria. In Italia l'inflazione è scesa all'1,7%.

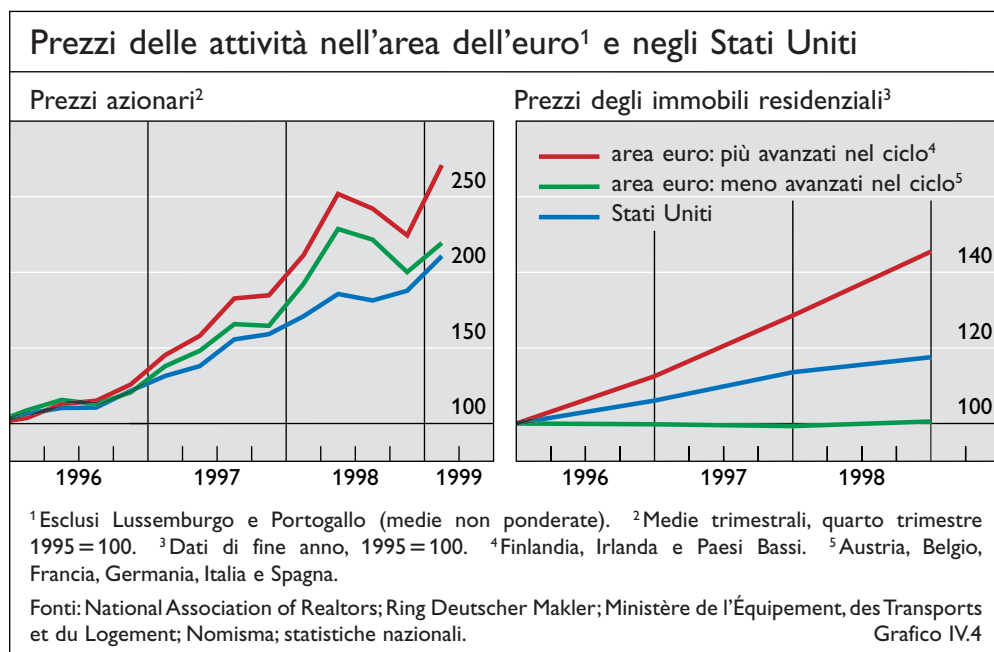
Alla luce di questi andamenti, e data la credibilità attribuita dai mercati finanziari alla strategia di politica monetaria della BCE, è stato possibile realizzare una convergenza al 3% dei tassi d'interesse nell'area dell'euro dopo una riduzione coordinata nel dicembre 1998. Nell'aprile 1999 la BCE ha ridotto ulteriormente al 2,5% il tasso ufficiale in un contesto di deboli pressioni inflazionistiche.

Riduzione maggiore dei tassi nei paesi con inflazione relativamente alta

Poiché la politica monetaria è stata orientata in funzione degli sviluppi economici complessivi nell'area dell'euro, il processo di convergenza ha determinato una situazione in cui i tassi sono calati maggiormente in Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo, paesi con un'inflazione ancora relativamente alta. Tuttavia, l'importanza delle differenze regionali nella dinamica dell'inflazione, osservate nell'area dell'euro, non andrebbe sopravvalutata. Mentre tali differenze possono minacciare la sostenibilità dell'impegno di cambio in un sistema di tassi fissi ma aggiustabili, esse non hanno implicazioni di uguale portata in un regime a moneta unica. Inoltre, l'incidenza di questi differenziali inflazionistici regionali diminuisce ulteriormente nella misura in cui essi rispecchiano una diversa dinamica della domanda e quindi dei prezzi dei beni non esposti alla concorrenza internazionale. D'altra parte, non essendo più possibili variazioni dei tassi di cambio nominali, l'aggiustamento a precedenti movimenti dei prezzi relativi è traslato integralmente ai mercati del lavoro e dei beni. Tanto più importante diventa quindi l'esigenza di promuovere la flessibilità dei salari e dei prezzi interni in risposta a un calo della competitività all'interno dell'area dell'euro.

Divergente andamento dei prezzi delle attività

Un altro problema potrebbe sorgere dall'andamento differenziato dei prezzi delle attività. Come mostra il grafico IV.4, in genere questi ultimi sono aumentati maggiormente in Finlandia, Irlanda e Paesi Bassi, dove la congiuntura era sostenuta, rispetto ai restanti paesi dell'area dell'euro. Mentre vi è ampio consenso fra le banche centrali sul fatto che la politica monetaria non debba essere modulata direttamente in funzione dell'andamento dei prezzi delle



attività, la possibilità di movimenti divergenti di tali prezzi fa ritenere che una politica monetaria comune possa anche condurre a cicli regionali dei prezzi degli immobili, analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti e in Canada.

Strategia di politica monetaria della BCE

Come osservato nella Relazione annuale dello scorso anno, i tassi d'interesse nei paesi dell'area dell'euro, misurati da una media ponderata dei tassi a tre mesi, hanno mostrato in passato una stretta correlazione con medie ponderate analogamente dell'output gap e dell'inflazione. In particolare, i tassi a breve paiono essersi mossi così come ipotizzato dalla cosiddetta "regola Taylor", ossia sono aumentati di 1,5 punti percentuali per un punto di variazione dell'inflazione misurata e di 0,5 punti percentuali per un punto di aumento del prodotto al disopra del potenziale. Il grafico IV.5 evidenzia come questa correlazione empirica sia rimasta stretta anche lo scorso anno, e ciò implica che l'allentamento della politica monetaria nel periodo sotto rassegna trova una spiegazione valida nelle variazioni dell'output gap e dell'inflazione nell'area dell'euro.

Anche se i tassi si muovono secondo quanto indicato dalla regola Taylor ...

Nonostante l'analogia evoluzione nel tempo dei tassi UEM medi e di quelli impliciti nella regola Taylor, la BCE non si basa su questo nesso per la conduzione della politica monetaria. In effetti, varie considerazioni fanno ritenere che una simile scelta sarebbe azzardata. Anzitutto, esistono notevoli incertezze circa il "livello di equilibrio" dei tassi d'interesse reali. Per giunta, tale livello potrebbe variare nel tempo in risposta a una serie di fattori, fra cui un cambiamento nel contesto operativo della politica monetaria. Ad esempio, nella misura in cui la più bassa inflazione si è accompagnata a minori premi di rischio è possibile che i tassi reali di equilibrio siano calati negli ultimi tempi. L'impostare la politica sulla base di passate correlazioni tra tassi d'interesse, inflazione e output gap rischia quindi di creare condizioni monetarie inappropriate. In secondo luogo, la UEM comporterà verosimilmente cambiamenti strutturali per effetto dei quali le passate correlazioni tra output gap e inflazione potrebbero non essere più

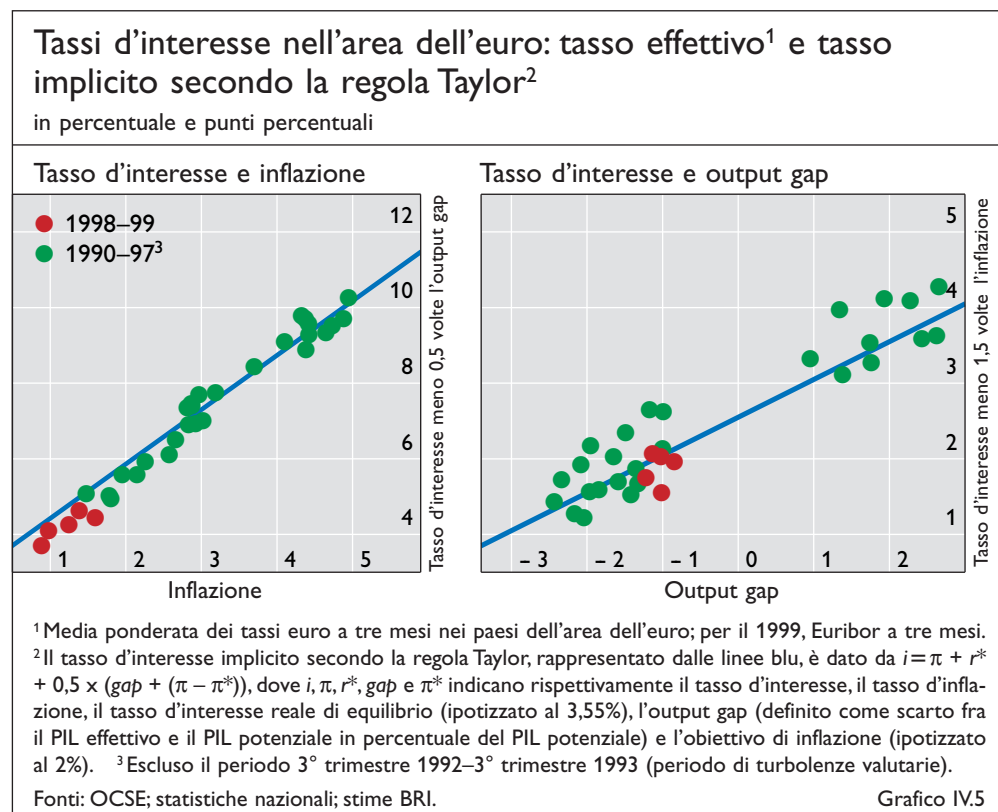
affidabili. In un regime a moneta unica, i salari potrebbero diventare più sensibili alle condizioni concorrenziali nell'area dell'euro e meno all'output gap. Se diminuiscono le pressioni inflazionistiche indotte da un dato livello di output gap, sarebbe opportuno che la BCE reagisse a tale fattore meno di quanto suggerirebbero le passate correlazioni tra tassi d'interessi e output gap. In terzo luogo, benché i livelli correnti di inflazione e di output gap contengano informazioni circa le pressioni inflazionistiche a breve termine, una gamma di altri fattori – tra cui le condizioni economiche esterne, i cambiamenti nella politica fiscale e le variazioni nei prezzi delle importazioni – svolge un ruolo determinante nel processo inflazionistico. Poiché regole meccanicistiche di politica monetaria non sono in grado di cogliere appieno la complessità di questo processo, esse non possono sostituirsi a un apprezzamento discrezionale delle autorità.

... l'apprezzamento discrezionale delle autorità resta insostituibile

Annuncio di uno schema operativo basato sull'obiettivo primario della stabilità dei prezzi ...

Nell'autunno 1998 la BCE ha annunciato il quadro operativo che avrebbe adottato per la conduzione della politica monetaria nel nuovo e ancora mutevole contesto creato dall'introduzione dell'euro. Al centro si colloca l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. La definizione esplicita di ciò che si intende per stabilità dei prezzi è utile in quanto fornisce al pubblico un chiaro criterio di giudizio della politica monetaria. Ciò rafforza al tempo stesso la trasparenza della politica e rende più facile responsabilizzare la BCE per ogni scostamento della dinamica dei prezzi da questo obiettivo.

L'obiettivo è stato quantificato come variazione sull'anno precedente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro nella misura dello 0–2% nel medio periodo. La scelta di questo indice è degna di nota per vari aspetti. Essa implica che la BCE ha adottato la prassi di molte banche centrali di basarsi sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) come metro di misura



dell'inflazione, disponibile a brevi intervalli di tempo, ben compreso dal pubblico e non modificato nel tempo. L'impiego di una misura dell'inflazione a livello dell'intera area UEM evidenzia altresì che la BCE baserà la conduzione della politica sugli sviluppi nell'area dell'euro anziché nelle singole economie nazionali. Nel porre l'accento sull'orizzonte a medio termine, la BCE riconosce che la propria capacità di controllare movimenti dell'inflazione dovuti a fattori transitori – come shock dei prezzi delle materie prime e modifiche fiscali – è quantomeno limitata. Da ultimo, questa definizione implica che periodi protratti di flessione nel livello dello IAPC non sarebbero considerati coerenti con la stabilità dei prezzi.

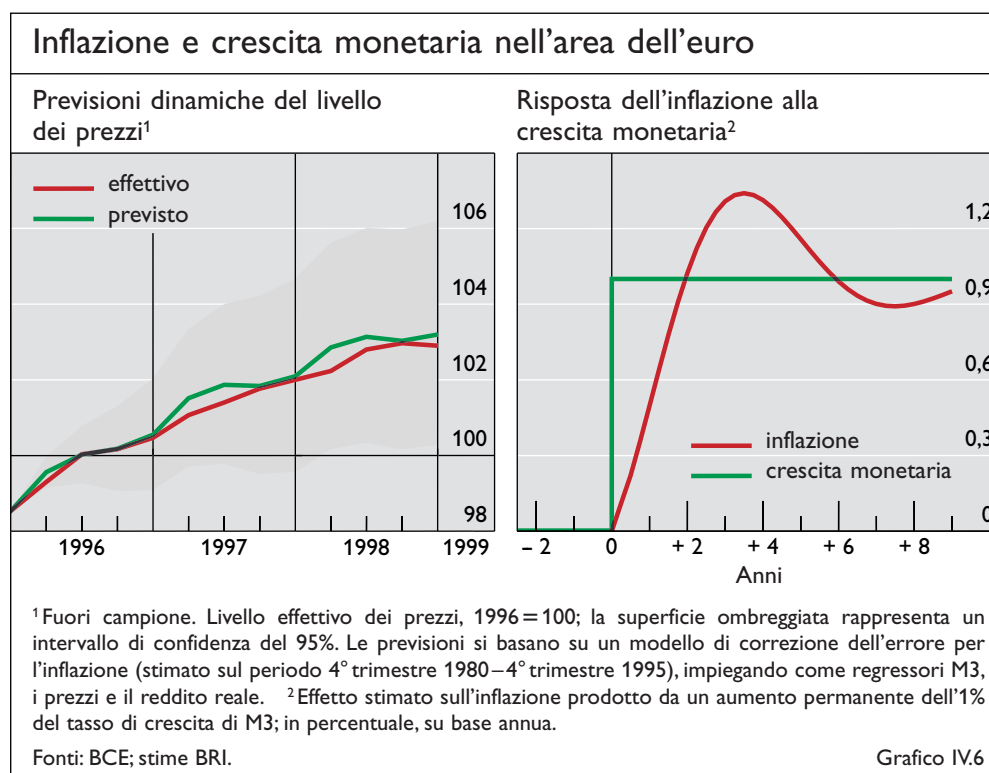
Nel perseguire la stabilità dei prezzi la BCE intende basarsi su una strategia costituita da due elementi. Il primo è un valore di riferimento per la crescita di M3, fissata al 4,5% per il 1999. Questa scelta rispecchia il fatto che l'espansione monetaria è una determinante strutturale dell'inflazione nel lungo periodo. La BCE ha chiarito che questo valore di riferimento non va interpretato come un obiettivo, in quanto ciò implicherebbe che la crescita monetaria sia controllabile a breve termine, e ciò appare poco probabile. Di conseguenza, gli scostamenti della crescita monetaria dal valore di riferimento non comporteranno necessariamente l'impiego automatico dello strumentario della BCE. Piuttosto, essi promuoveranno un'analisi più approfondita della loro origine per stabilire se rappresentano un'effettiva minaccia alla stabilità dei prezzi.

La funzione di indicatore attribuito alla crescita dell'offerta di moneta in senso ampio presuppone che gli squilibri monetari influenzino la dinamica futura dell'inflazione. Secondo un procedimento di stima, tale assunto risulta corretto. Il riquadro sinistro del grafico IV.6 riporta estrapolazioni dinamiche del livello dei prezzi nell'area dell'euro, basate su un modello previsivo semplice. Il modello enfatizza le origini monetarie dell'inflazione, ma ignora variabili, quali i prezzi dell'energia e delle importazioni, che nel breve periodo svolgono spesso un ruolo importante nel determinare il livello dei prezzi. Nonostante la sua semplicità, esso pronostica relativamente bene il livello dei prezzi nell'area dell'euro. Il riquadro di destra mostra come, secondo il modello, l'inflazione reagisca a un aumento duraturo dell'1% del tasso di crescita di M3 nell'area dell'euro. I profili dinamici evidenziano altresì che mentre la crescita monetaria ha un modesto impatto sull'inflazione a breve termine, la correlazione diventa importante nel medio periodo. Da queste risultanze non si può ovviamente dedurre che il targeting monetario sia desiderabile o addirittura applicabile, specie in quanto la stabilità della correlazione stimata non è garantita. D'altra parte, esse non escludono la possibilità che altri modelli previsivi, in cui non sia considerata la crescita monetaria, possano pronosticare l'inflazione futura persino meglio. Nondimeno, tali risultanze forniscono un supporto empirico all'approccio basato sull'impiego del tasso di crescita di M3 nell'area dell'euro come variabile informativa per l'inflazione nei successivi due-tre anni.

Il secondo elemento della strategia di politica monetaria è una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su una vasta gamma di indicatori economici. Fra questi figurano le previsioni inflazionistiche della stessa BCE, di organismi internazionali, autorità nazionali e operatori di mercato. Tuttavia, contrariamente ad alcune ma certamente non a tutte le banche centrali che impiegano obiettivi espliciti di inflazione, la BCE non intende pubblicare le

... su un valore di riferimento per la crescita di M3 ...

... e su una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su più indicatori



proprie previsioni inflazionistiche. Una tale pubblicazione non viene considerata utile ai fini della trasparenza e della chiarezza della strategia di politica monetaria, date le incertezze insite nel processo previsionale.

L'adozione di un valore di riferimento per la crescita di M3 insieme a una valutazione delle prospettive inflazionistiche fa ritenere che in pratica la conduzione della politica monetaria della BCE sarà per lo più improntata allo stesso pragmatismo seguito dalla Deutsche Bundesbank. Storicamente, la banca centrale tedesca, in considerazione dell'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, ha reagito decisamente ai movimenti del tasso d'inflazione e ha relativizzato l'importanza degli scostamenti della crescita monetaria dal valore di obiettivo quando le relazioni monetarie erano perturbate da fattori transitori che non segnalavano grandi rischi per la stabilità dei prezzi. Va inoltre notato come molte banche centrali con obiettivi espliciti di inflazione prestino considerevole attenzione anche agli aggregati monetari in quanto indicatori delle condizioni cicliche. Pertanto, la strategia di politica monetaria annunciata dalla BCE non è dissimile per certi aspetti da un regime di targeting dell'inflazione, anche se non è prevista la pubblicazione di previsioni inflazionistiche e la crescita di M3 funge da principale variabile informativa.

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Anche nei paesi che impiegano obiettivi di inflazione espliciti hanno influito sulla politica monetaria il rallentamento dell'economica mondiale, il calo dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici e l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari globali. Nell'insieme le condizioni monetarie sono state allentate durante il periodo in esame. Con un'inflazione misurata e di base prossima al limite inferiore delle fasce obiettivo, le autorità hanno ritenuto importante dimostrare il loro impegno a reagire con altrettanta fermezza sia a un'inflazione

Influsso esercitato dal rallentamento mondiale, dal calo dei prezzi dell'energia e delle materie prime e dalla volatilità di mercato

inferiore sia ad una superiore all'obiettivo. Un siffatto approccio simmetrico contribuisce a promuovere e a mantenere il sostegno del pubblico alla politica monetaria, sul quale in definitiva si fonda l'autonomia della banca centrale.

Nel Regno Unito, dove la politica monetaria era stata inasprita più volte in passato in considerazione della sostenuta crescita economica e dei timori di una recrudescenza dell'inflazione, nell'ottobre 1998 ha preso avvio un processo di allentamento delle condizioni monetarie. I tassi d'interesse sono stati ridotti dal 7,5 al 7,25% alla luce delle deteriorate prospettive di crescita del prodotto mondiale e delle esportazioni britanniche, del netto cambiamento nella valutazione del rischio sui mercati finanziari e dell'indebolimento della fiducia delle imprese e dei consumatori. Man mano che i dati confermavano un rallentamento economico più pronunciato del previsto, i tassi sono stati ulteriormente abbassati, di 2 punti percentuali, al 5,25% nell'aprile 1999.

Regno Unito

In Canada l'inflazione si è avvicinata lo scorso anno al valore inferiore della relativa fascia di controllo. Sebbene il deprezzamento del dollaro canadese abbia comportato un netto aumento dei prezzi all'importazione di molti beni di consumo non energetici e dei servizi, questi effetti sono stati attenuati dall'eccesso di offerta nell'economia interna e dalla perdurante flessione dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Data l'incidenza dei prodotti primari nell'economia canadese, il loro calo di prezzo nel corso dell'anno ha esercitato pressioni al ribasso sulla moneta. Tali pressioni si sono accentuate considerevolmente in seguito alla crisi russa in agosto, quando le perturbazioni sui mercati finanziari internazionali si sono propagate anche all'economia canadese. Di fronte al repentino aumento dei premi di rischio sui mercati obbligazionari e al deprezzamento della moneta, il bank rate è stato innalzato di un punto al 6% verso la fine di agosto, nonostante la tendenza al rallentamento dell'economia a seguito degli sviluppi in Asia. Questo provvedimento è riuscito a stabilizzare i mercati, e in seguito i tassi sono stati più volte ridotti di 0,25 punti parallelamente a ciascuno dei tagli operati negli Stati Uniti in settembre, ottobre e novembre, nonché nel marzo 1999. Sebbene i tassi d'interesse siano mediamente saliti lo scorso anno, nel complesso le condizioni monetarie sono divenute alquanto più distese per effetto del deprezzamento del dollaro canadese.

Canada

In Australia, dove la politica monetaria è finalizzata al conseguimento di un tasso medio di aumento dei prezzi del 2-3% nell'arco del ciclo, l'inflazione si è accelerata, pur restando al disotto del 2%. Sebbene il deprezzamento del dollaro australiano abbia comportato un aumento dei prezzi all'ingrosso delle importazioni, l'IPC è salito meno di quanto ci si potesse attendere sulla base delle relazioni storiche. Alla luce delle favorevoli prospettive inflazionistiche e della previsione che il peggioramento delle condizioni economiche globali e la crisi asiatica avrebbero raffreddato la robusta congiuntura australiana, i tassi d'interesse sono stati ridotti al 4,75% in dicembre, con un taglio di 0,25 punti, al fine di sostenere l'attività produttiva.

Australia

In Nuova Zelanda l'allentamento delle condizioni monetarie complessive, in termini di media dei tassi d'interesse e di cambio, iniziato verso la fine del 1996 è proseguito lo scorso anno, dato il favorevole quadro inflazionistico dovuto in gran parte all'ampio eccesso di capacità ereditato dalla precedente fase di decelerazione. Il fatto insolito è che l'allentamento è avvenuto soprattutto attraverso

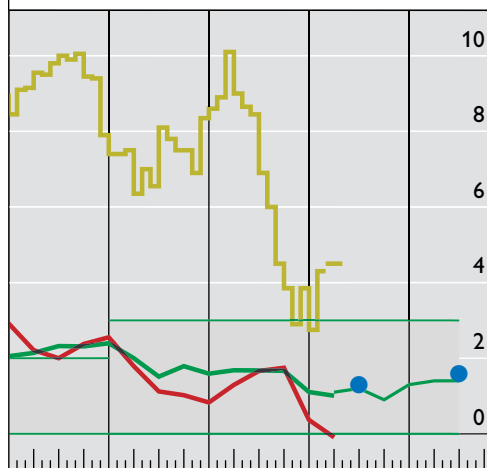
Nuova Zelanda

Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti

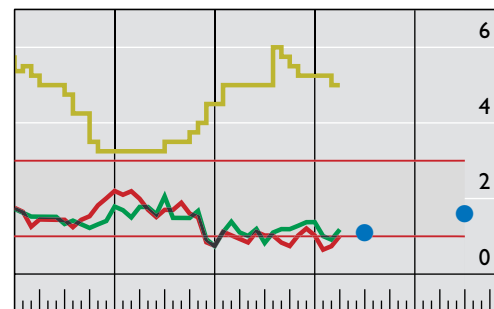
in percentuale

- IPC generale
- IPC di base
- previsioni della banca centrale
- previsioni di mercato
- tasso ufficiale
- obiettivo di inflazione

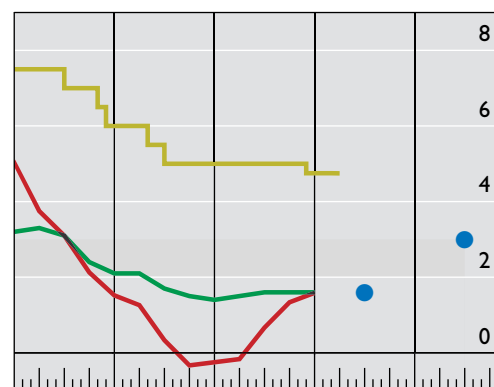
Nuova Zelanda



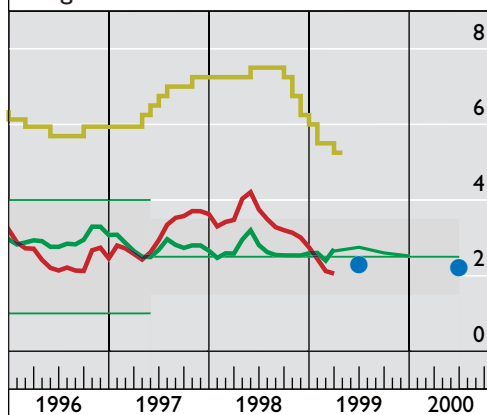
Canada



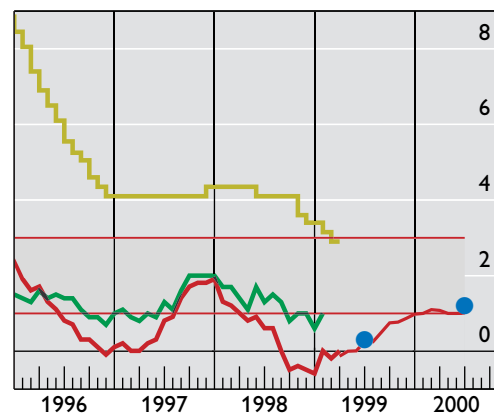
Australia



Regno Unito



Svezia



Nota: i tassi d'inflazione sono misurati dalla variazione percentuale annua dell'indice dei prezzi al consumo (IPC). Per la Nuova Zelanda, l'IPC di base esclude i servizi creditizi mentre il tasso ufficiale è l'official cash rate (prima del marzo 1999, tasso call money); per una definizione dell'inflazione di base e dei tassi ufficiali degli altri paesi, si veda la 68ª Relazione annuale, grafico IV.7 e tabella IV.1. Le previsioni di mercato si riferiscono al tasso annuo d'inflazione dell'IPC generale (per Nuova Zelanda e Regno Unito, IPC di base); sondaggi del marzo 1999.

Fonti: © Consensus Economics, Londra; statistiche nazionali.

Grafico IV.7

tagli dei tassi d'interesse più che per effetto del deprezzamento del cambio. In seguito alle recenti turbolenze sui mercati finanziari internazionali e alla connessa maggiore avversione al rischio, gli investitori hanno avuto la tendenza a liquidare posizioni corte in diverse valute. Ciò ha fornito un sostegno al dollaro neozelandese, in aggiunta alla percezione del mercato che il ciclo di allentamento monetario si fosse concluso.

La politica monetaria è stata allentata anche in Svezia, dove l'attività economica si è indebolita e l'indice generale dei prezzi è sceso al disotto dello zero per effetto dei decrescenti tassi ipotecari. Poiché le previsioni inflazionistiche indicavano un valore inferiore all'intervallo di tolleranza dell'1–3% sull'arco di uno–due anni adottato dalla Sveriges Riksbank, il tasso pronti contro termine è stato abbassato a più riprese dal 4,35% del giugno 1998 al 2,9% nel marzo 1999. Dato che anche il cambio si è deprezzato nel secondo semestre dello scorso anno, le condizioni monetarie si sono ulteriormente allentate.

Svezia

Tassi di cambio e politica monetaria

L'esperienza recente dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti mostra come il tasso di cambio svolga un ruolo chiave nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Dato il legame tra il tasso di cambio e i prezzi interni, la manovra dei tassi ufficiali agisce sull'inflazione in modo tanto più rapido e penetrante quanto maggiore è il grado di apertura dell'economia. Questa azione si esplica attraverso due canali, uno diretto per il tramite del costo dei beni importati compresi nell'IPC, e uno indiretto attraverso l'effetto delle variazioni del cambio reale sulla domanda aggregata. Ciò solleva importanti questioni di politica monetaria. Poiché il canale diretto agisce in modo relativamente rapido, le banche centrali nelle economie più aperte potrebbero adottare in teoria una fascia obiettivo più ristretta e un orizzonte temporale più breve. Tuttavia, il tentativo di neutralizzare perturbazioni endogene nel livello dei prezzi agendo sul cambio potrebbe comportare pronunciate oscillazioni del tasso nominale e reale, con effetti potenzialmente rilevanti sull'attività economica. Oltre a ciò vi è il pericolo di creare una certa instabilità nella variabile strumentale. Per limitare questi rischi, le banche centrali che perseguono un obiettivo di inflazione hanno generalmente adottato un approccio gradualista, compensando solo con il tempo gli scostamenti dell'inflazione dal livello desiderato. In alcuni casi, l'esperienza accumulata con gli effetti delle variazioni di cambio ha indotto ad allungare l'orizzonte temporale. La Reserve Bank della Nuova Zelanda opera ora su un arco temporale di 18–24 mesi, anziché 6–18 mesi come all'epoca in cui il targeting dell'inflazione è stato introdotto. Un certo attendismo è altresì appropriato quando vi è incertezza circa il grado di efficacia del canale di trasmissione o lo stato dell'economia. Inoltre, un simile approccio consente di evitare frequenti cambiamenti di rotta nella politica monetaria. E ciò appare desiderabile, in quanto è generalmente difficile spiegare al pubblico che una modifica nell'indirizzo della politica dovrebbe essere interpretata come una risposta a nuove informazioni piuttosto che come un riconoscimento di passati errori.

Il tasso di cambio svolge un ruolo importante nel processo di trasmissione ...

... e agisce sull'inflazione attraverso due canali

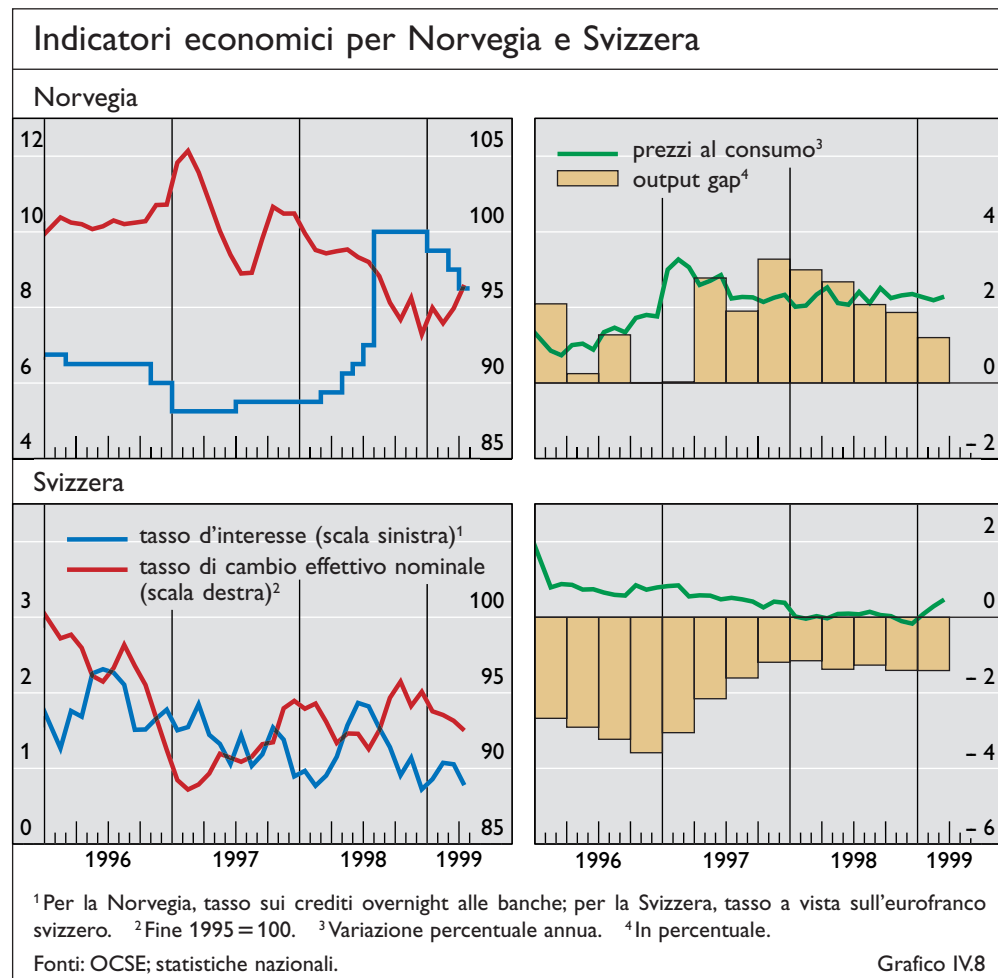
Problemi nel neutralizzare le perturbazioni sui prezzi interni attraverso il cambio

L'esistenza di un canale del cambio nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria è importante anche al fine di giudicare e definire l'orientamento globale, in quanto sia il cambio sia i tassi d'interesse influenzano la domanda aggregata, l'output gap e le pressioni inflazionistiche. Alcune banche centrali impiegano addirittura un indice delle condizioni monetarie (ICM), definito come media ponderata di un tasso d'interesse a breve e di un tasso di cambio, sia come strumento operativo che come misura delle variazioni nell'indirizzo monetario. In un approccio siffatto, è più probabile che i movimenti del

Impiego dell'ICM

cambio vengano neutralizzati da movimenti compensativi dei tassi a breve al fine di mantenere l'ICM al livello desiderato.

Tuttavia, è ampiamente riconosciuto dalle banche centrali che la politica monetaria non dovrebbe reagire automaticamente a movimenti del cambio. La risposta appropriata dipende piuttosto dalle cause della variazione del cambio: se essa è dovuta a cambiamenti nell'economia reale la politica monetaria non dovrebbe reagire, mentre dovrebbe rispondere se dipende da perturbazioni inflazionistiche. Uno svantaggio insito nell'impiego esplicito di un ICM è che esso potrebbe indurre gli operatori a credere che la politica monetaria reagisca automaticamente ai movimenti del cambio. Il fatto che l'attesa risposta della politica non arrivi potrebbe creare nel mercato l'impressione che la banca centrale non abbia più il controllo degli eventi. Forti movimenti verso il basso dei tassi di cambio possono pertanto alimentare aspettative estrapolative. In tali circostanze, la politica monetaria deve puntare anzitutto sul mantenimento della calma nei mercati valutari. Una situazione simile si è creata in Canada dopo la moratoria russa, allorché la moneta è stata oggetto di forti pressioni e la Banca del Canada ha dovuto innalzare bruscamente i tassi d'interesse per ripristinare la fiducia. Poiché gli operatori tendono talvolta a interpretare erroneamente i movimenti dell'ICM, sia la Banca del Canada che la Reserve Bank della Nuova Zelanda hanno annunciato di recente che consentiranno a questo indice di oscillare entro una fascia ampia senza che ciò determini una reazione di politica monetaria.

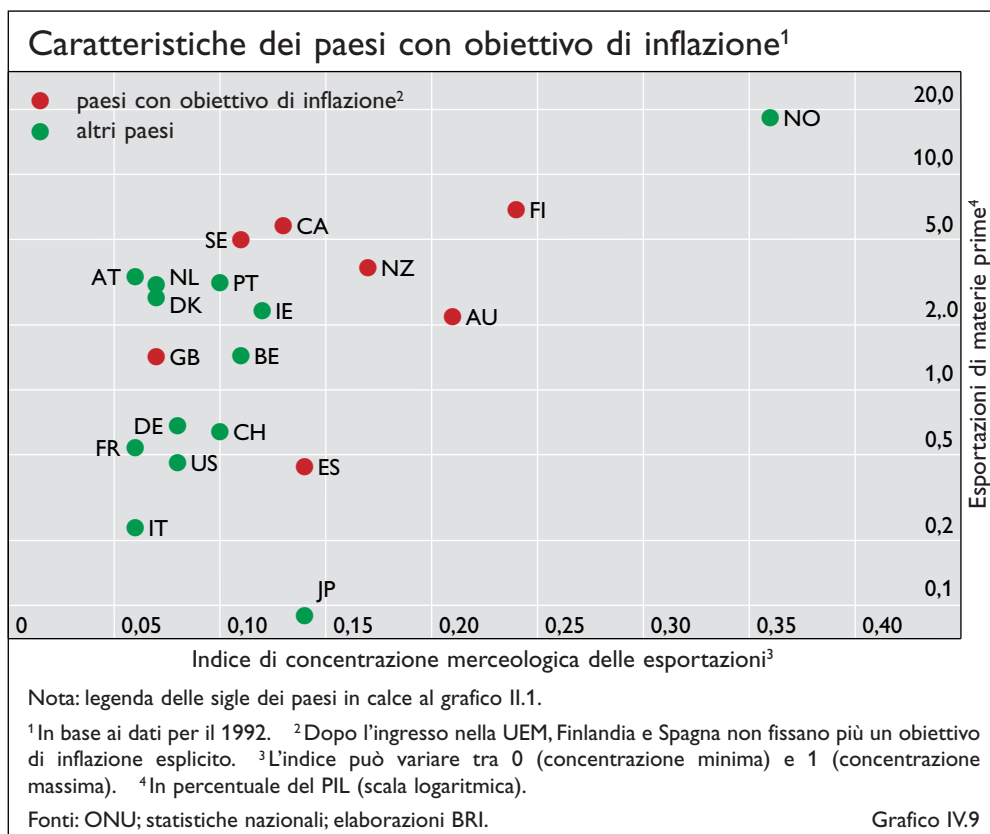


Anche in Svizzera le considerazioni di cambio hanno influenzato la conduzione della politica monetaria nel periodo in esame. Fin dal crollo del sistema di cambi fissi agli inizi degli anni settanta, riallocazioni di portafoglio di origine esterna hanno ripetutamente provocato episodi di apprezzamento del franco svizzero, che a loro volta hanno contribuito a rallentare l'economia del paese. La turbolenza sui mercati finanziari internazionali nell'autunno scorso ha dato luogo a un nuovo episodio di questo genere. Con un'inflazione praticamente nulla e un cospicuo output gap, si è ritenuto indispensabile contrastare un apprezzamento del cambio per prevenire pressioni al ribasso sui prezzi in un contesto di crescita inadeguata. La Banca nazionale svizzera ha reagito con un abbondante apporto di liquidità e ha spinto il tasso overnight al disotto dell'1%, mantenendo quindi l'orientamento monetario espansivo adottato negli ultimi anni.

Mentre la recente introduzione dell'euro non ha avuto effetti immediati sul valore esterno del franco svizzero, eventuali movimenti di più lungo periodo del suo cambio reale rispetto all'euro potrebbero avere importanti ripercussioni per l'economia svizzera, dati gli stretti legami commerciali con l'area dell'euro. La Banca nazionale svizzera ha pertanto segnalato che tali oscillazioni, a seconda delle loro cause e dimensioni, potrebbero far scattare interventi compensativi di politica monetaria. Un ancoraggio permanente del tasso di cambio non viene invece considerato un'opzione. Poiché i mercati finanziari paiono attendersi un apprezzamento tendenziale del franco svizzero, la fissazione del tasso di cambio condurrebbe a un aumento del livello generale dei tassi d'interesse in Svizzera, che potrebbe danneggiare in particolare i settori più sensibili a questa variabile finanziaria.

Anche in Norvegia i movimenti del cambio hanno svolto lo scorso anno un ruolo importante nella determinazione dei tassi d'interesse. La politica

Importanza del tasso di cambio per la Svizzera



Tasso di cambio e
tassi d'interesse in
Norvegia

monetaria è stata finalizzata al mantenimento del rapporto di cambio con l'ecu/euro entro una banda implicita, pur senza pretesa di volerla difendere in ogni caso. Secondo le istruzioni trasmesse dal governo alla banca centrale norvegese, nell'eventualità di un pronunciato movimento del cambio la politica monetaria dovrebbe essere impiegata per ricondurlo in modo graduale entro la banda. Quando nell'agosto 1998 la corona norvegese, così come le valute di altri paesi con esportazioni ad alto contenuto di materie prime, ha subito forti pressioni al ribasso, i tassi d'interesse sono stati complessivamente innalzati di 3 punti. Nell'insieme del 1998 i tassi sono saliti di 4,5 punti per contenere il deprezzamento della corona. Anche se questo caso specifico di inasprimento può essere stato opportuno per prevenire un surriscaldamento dell'economia, esso evidenzia altresì le difficoltà che comporta un obiettivo di cambio in paesi esposti a forti variazioni delle ragioni di scambio. Come mostra il grafico IV.9, i paesi le cui esportazioni hanno un alto contenuto di materie prime e si concentrano su una ristretta gamma di prodotti hanno generalmente optato per un obiettivo di inflazione esplicito. Una simile strategia richiede che la banca centrale reagisca a variazioni del cambio solo nella misura in cui queste influiscono sulla futura dinamica dell'inflazione.

Politica monetaria in condizioni di stabilità dei prezzi

Il conseguimento della stabilità dei prezzi e la possibilità che la politica monetaria si trovi talvolta a operare in un contesto di prezzi addirittura decrescenti sollevano per le banche centrali una serie di problematiche. Ad esempio, un quesito che si pone è se un obiettivo esplicito per la stabilità dei prezzi sia utile a evitare che una loro diminuzione generi aspettative estrapolative di future flessioni e, in caso affermativo, quali siano i vantaggi relativi di un obiettivo basato sul livello dei prezzi e di un obiettivo di inflazione. Parimenti importante è la questione se l'efficacia della politica monetaria diminuisca in periodi di prezzi calanti (si veda il Capitolo II per un'analisi delle implicazioni di politica monetaria derivanti dall'accresciuta rigidità dei prezzi nominali associata al calo dell'inflazione negli ultimi anni).

In una situazione di raggiunta stabilità dei prezzi la principale preoccupazione è che un loro calo possa autoalimentarsi innescando una spirale deflazionistica. Nell'attuale congiuntura un simile rischio non sembra grande. Anzitutto, solo in Australia, Giappone, Svezia e Svizzera i prezzi al consumo sono scesi di recente e anche in questi casi generalmente solo per uno o due trimestri. Inoltre, le misure dell'inflazione di base non hanno di norma fornito valori negativi. In secondo luogo, i bassi tassi d'inflazione sono in gran parte dovuti alla caduta dei prezzi delle materie prime e del petrolio, che ha determinato un ribasso dei prezzi all'importazione. Poiché questa caduta ha rispecchiato in parte gli effetti del rallentamento economico globale sulla domanda di materie prime, essa potrebbe risultare transitoria. In effetti, la ripresa dei prezzi delle materie prime fin dagli inizi del 1999 potrebbe indicare che la tendenza si sta invertendo. In terzo luogo, negli ultimi anni le banche centrali hanno attribuito crescente peso al mantenimento dell'inflazione in prossimità di un obiettivo esplicito o implicito e hanno sottolineato l'importanza di una risposta simmetrica ai movimenti

Il rischio di una
spirale deflazio-
nistica ...

dell'inflazione al disopra e al disotto di tale obiettivo. Le fasi di forte regresso dei prezzi nel ventesimo secolo sono direttamente ricollegabili a iniziative di politica monetaria. Il ripristino in molti paesi del gold standard ai tassi d'anteguerra negli anni venti e una politica monetaria inadeguata durante la Grande Depressione sono esempi dai quali le banche centrali hanno presumibilmente tratto importanti insegnamenti. Il maggior peso che le banche centrali in tutto il mondo annettono oggi al mantenimento dell'inflazione a un livello basso ma positivo dovrebbe ridurre la probabilità che si verifichino episodi di deflazione.

... è ridotto dall'ac-
cresciuto peso
della stabilità dei
prezzi nell'imposta-
zione della politica
monetaria

Antecedenti storici

Nell'analizzare le conseguenze di una fase di prezzi decrescenti e le implicazioni per la politica monetaria, un problema origina dal fatto che dalla fine della seconda guerra mondiale non si erano praticamente più verificati episodi simili. È quindi necessario attingere ai dati di periodi precedenti. La tabella IV.1 riporta i tassi medi d'inflazione e di crescita del prodotto per dieci paesi, risalendo fino agli anni ottanta del secolo scorso, in due distinte colonne per i periodi con deflazione e senza deflazione. Poiché anche fattori di disturbo transitori possono avere un forte impatto sul livello dei prezzi, la deflazione viene definita come una fase in cui l'IPC diminuisce per almeno due anni consecutivi. Inoltre, dato che gli episodi di deflazione nel periodo tra le due guerre sono stati probabilmente di natura diversa da quelli antecedenti la prima guerra mondiale, la tabella considera separatamente i periodi 1882–1913 e 1923–1939. Nell'interpretare la tabella va ovviamente tenuto presente che i dati storici sono spesso di qualità inferiore a quelli più recenti e che la struttura delle economie è fundamentalmente cambiata nel corso dell'ultimo secolo; in particolare, la produzione di servizi, che potrebbe essere meno sensibile al ciclo, ha acquistato un peso molto maggiore.

La tabella mostra come negli anni precedenti la prima guerra mondiale i periodi di prezzi calanti fossero abbastanza frequenti. Più sorprendente è il fatto che durante quei periodi il prodotto abbia continuato ad aumentare, anche se in misura minore che nelle fasi di prezzi crescenti. Per contro, negli anni tra le due guerre gli episodi di deflazione si sono accompagnati a una contrazione del prodotto reale. Tuttavia, ciò pare interamente dovuto alla Grande Depressione, che può essere ragionevolmente attribuita a errori di politica monetaria o che è stata quantomeno accentuata da tali errori. Se si prescinde quindi dagli anni 1930–33, è interessante notare che durante gli altri periodi deflazionistici tra le due guerre i tassi di crescita del reddito sono stati parimenti positivi. Questa evidenza storica indica pertanto che l'assunto secondo cui la deflazione deprime il livello del prodotto risente in ampia misura dell'esperienza della Grande Depressione.

Gli episodi di
deflazione sono
frequentissimi nel
periodo preceden-
te la prima guerra
mondiale ma non
provocano una
contrazione del
prodotto

La Grande
Depressione è un
caso a parte

Può essere interessante ricercare le cause per cui, fatta eccezione per gli inizi degli anni trenta, le fasi di deflazione non si sono accompagnate a un calo del prodotto. A tale riguardo si offrono due interpretazioni. Poiché una diminuzione dei prezzi può essere dovuta a una contrazione della domanda aggregata ovvero a un aumento dell'offerta aggregata, una prima possibilità è che gli episodi deflazionistici abbiano storicamente coinciso con periodi caratterizzati da variazioni relativamente favorevoli nell'offerta aggregata. Ciò fa pensare alla diffusione di nuove tecnologie, come la ferrovia e l'elettrificazione verso la fine del

La deflazione in retrospettiva					
	Periodi deflazionistici ¹		Periodi non deflazionistici		Per memoria: anni di deflazione
	Prezzi	Prodotto	Prezzi	Prodotto	
Crescita media annua, in percentuale					
1882–1913					
Stati Uniti	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Giappone ²	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Germania	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Francia	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italia	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Regno Unito	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Canada	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Belgio	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Svezia	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Danimarca	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
Media	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
1923–1939					
Stati Uniti	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Giappone	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Germania ³	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Francia	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italia	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Regno Unito	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Canada	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Belgio	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Svezia	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Danimarca	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
Media	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
di cui: 1923–1939 escludendo 1930–1933					
Stati Uniti	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Giappone	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Germania ⁴	-	-	1,6	7,1	0
Francia	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italia	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Regno Unito	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Canada	-	-	0,6	6,6	0
Belgio	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Svezia	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Danimarca	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
Media	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

¹Periodi di almeno due anni consecutivi di diminuzione dei prezzi. ²1885–1913. ³1926–1938. ⁴1926–29 e 1934–38.

Fonti: B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Tabella IV.1

diciannovesimo secolo, le apparecchiature informatiche e le telecomunicazioni in tempi più recenti. Una seconda interpretazione è che i prezzi non sarebbero calati abbastanza a lungo o in misura sufficiente da generare aspettative estrapolative di ulteriori diminuzioni. Questa ipotesi è suffragata dal fatto che i tassi d'interesse a lungo termine non sono scesi in misura apprezzabile nei periodi di

deflazione, tranne che durante la Grande Depressione, presumibilmente perché gli operatori dei mercati finanziari erano convinti che le flessioni dei prezzi fossero fenomeni transitori.

Ancoraggio delle aspettative

L'ipotesi secondo cui la Grande Depressione sarebbe stata accentuata dal fatto che il calo dei prezzi tende a generare aspettative di future flessioni implica che per le banche centrali è importante cercare di ancorare le aspettative inflazionistiche a un basso livello al fine di renderle meno sensibili agli andamenti congiunturali. Inoltre, nella misura in cui la formazione dei prezzi dipende dalle previsioni circa la loro dinamica futura, l'ancoraggio delle aspettative nel lungo periodo è utile in quanto può ridurre gli effetti sui prezzi di un rallentamento dell'economia.

L'importanza di ancorare le aspettative

Un possibile modo per evitare che un calo dei prezzi generi aspettative di ulteriori ribassi è che la banca centrale adotti una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. In epoca recente varie banche centrali hanno optato per obiettivi espliciti di inflazione come elemento centrale della loro strategia di politica monetaria. Tuttavia, in una situazione in cui si tratta di contrastare un calo dei prezzi, la questione che si pone è se non sia vantaggioso adottare un obiettivo esplicito (che potrebbe aumentare nel tempo) per il loro livello. La differenza tra un obiettivo per l'inflazione e uno per il livello dei prezzi è che il secondo comporta la necessità che la banca centrale neutralizzi precedenti scostamenti dall'obiettivo, mentre ciò non è necessario con il primo. Questa distinzione può essere importante in situazioni in cui i prezzi inaspettatamente scendono. Con un obiettivo di inflazione, la banca centrale è semplicemente tenuta a riportare l'inflazione entro la banda prefissata. Per contro, con un obiettivo incentrato sul livello dei prezzi essa deve anche compensare uno scostamento per difetto dall'obiettivo. Di conseguenza, un calo imprevisto nel livello dei prezzi potrebbe comportare un tasso atteso d'inflazione a breve termine più alto con un obiettivo in termini di livello dei prezzi che non con un obiettivo di inflazione. Ciò implica a sua volta che i tassi d'interesse reali attesi potrebbero essere più bassi nel primo caso che non nel secondo e che la politica monetaria potrebbe risultare più espansiva. Tali argomentazioni possono spiegare anche perché l'unico esempio di obiettivo esplicito per il livello dei prezzi – adottato dalla Sveriges Riksbank allorché abbandonò per breve tempo la parità di cambio nel 1931 – risalga a un'epoca in cui il compito principale della politica monetaria consisteva nel contrastare le tendenze deflazionistiche.

Vantaggi comparati di un obiettivo basato sul livello dei prezzi e di un obiettivo di inflazione

Ovviamente, quale che sia l'obiettivo adottato, per essere utile è necessario che esso sia credibile. Sarebbe quindi bene che venisse introdotto ben in anticipo rispetto a una fase di prezzi calanti. Se l'annuncio di un obiettivo esplicito avviene quando ormai sono in atto forti pressioni al ribasso sul livello dei prezzi, vi è il rischio che le autorità non riescano a mantenere il loro impegno.

Importanza della credibilità

Implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria

Vi è ampio consenso sul fatto che il mantenimento dell'inflazione a livelli molto bassi contribuisce alla crescita economica ed è quindi desiderabile. Tuttavia, il conseguimento in vari paesi di tassi d'inflazione prossimi allo zero fa ritenere che

L'eventuale rigidità verso il basso dei salari nominali ...

in futuro le banche centrali potrebbero sperimentare con maggior frequenza brevi episodi di prezzi decrescenti. Un motivo di preoccupazione a questo riguardo origina dalla possibilità che i salari nominali siano rigidi verso il basso. Se così fosse, una riduzione del livello dei prezzi potrebbe far salire le retribuzioni reali, deprimendo l'occupazione e l'attività economica. Un secondo problema è che i tassi d'interesse nominali non possono essere resi negativi. Se si dovesse verificare uno shock di domanda contrattivo e i prezzi cominciassero a calare, i tassi d'interesse reali aumenterebbero e potrebbero ridurre ulteriormente la domanda aggregata.

... non va sopravvalutata

Mentre l'evidenza empirica di una rigidità verso il basso delle retribuzioni nominali non è affatto univoca, vi sono almeno due ragioni per cui l'importanza di una tale viscosità non dovrebbe essere sopravvalutata. Data la sporadicità degli episodi di discesa dei prezzi negli ultimi anni, non sorprende che anche le riduzioni dei salari nominali non siano state frequenti. Se i tassi medi d'inflazione si mantenessero vicini allo zero per periodi prolungati, la flessibilità verso il basso dei salari nominali potrebbe senz'altro aumentare. Inoltre, l'importanza della suddetta viscosità è attenuata dal fatto che i costi unitari del lavoro possono diminuire anche in presenza di salari nominali costanti ove aumenti la produttività.

I tassi d'interesse nominali non possono scendere sotto lo zero

Non è parimenti chiaro se l'efficacia della politica monetaria sia pregiudicata – e se del caso in che misura – in un contesto di prezzi decrescenti per il fatto che i tassi d'interesse nominali non possono scendere al disotto dello zero. I tassi reali attesi a lungo termine sono verosimilmente più importanti nel meccanismo di trasmissione dei tassi correnti reali a breve. Come si è argomentato in precedenza, una caduta dei prezzi può essere quindi preoccupante solo se la sua durata è tale da generare aspettative di persistenti riduzioni dei prezzi. Va altresì ricordato che la politica monetaria influisce sulla domanda aggregata non solo agendo sui tassi reali ma anche attraverso il cambio e la disponibilità di credito. Una riduzione a zero dei tassi a breve nominali può essere senz'altro sufficiente a stimolare la domanda attraverso il deprezzamento del cambio a condizione, ovviamente, che questa strategia sia seguita solo da pochi paesi. Infine, le misure di politica monetaria miranti a ridurre i vincoli al credito potrebbero rivelarsi efficaci quand'anche i tassi nominali fossero vicini allo zero.

Ruolo dei prezzi delle attività

Tuttavia, le fasi protratte di diminuzione del livello dei prezzi rappresentano un problema serio nella misura in cui interessano anche i prezzi delle attività. Particolarmente preoccupante è a questo riguardo la diminuzione del valore delle attività impiegate a garanzia di crediti bancari. Poiché i prezzi delle attività sono inversamente correlati ai tassi d'interesse reali, un aumento di questi ultimi a seguito di un episodio deflazionistico potrebbe avere un forte impatto sul valore delle garanzie e provocare un inasprimento delle condizioni creditizie, che a sua volta accentuerebbe le spinte contrattive. A giudicare dall'esperienza recente del Giappone, dove la caduta dei prezzi delle attività a partire dai primi anni novanta ha minato la solidità del sistema bancario, un calo assoluto del livello dei prezzi potrebbe esercitare l'influsso maggiore sulle condizioni economiche proprio attraverso i suoi effetti sul sistema bancario.