

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Il periodo in esame è stato connotato da incertezza e da un sostanziale riorientamento della politica monetaria. Per tutta la prima parte dello scorso anno, in molti paesi i tassi d'interesse a breve hanno continuato generalmente a salire, alla luce della sostenuta crescita economica e delle più intense pressioni inflazionistiche. Successivamente nel corso del periodo, il ciclo globale dei tassi si è tuttavia invertito in risposta alla percezione che l'attività economica avesse iniziato a indebolirsi rapidamente. Agli inizi del 2001 hanno cominciato ad accumularsi riscontri di un significativo rallentamento congiunturale in diversi paesi, che ha indotto le banche centrali a un abbassamento generalizzato dei tassi d'interesse. Malgrado il cambiamento di direzione dei tassi ufficiali nel periodo sotto rassegna, nei principali paesi industriali i tassi a lungo termine si sono orientati per lo più verso il basso, e le curve dei rendimenti hanno mostrato la tendenza a invertirsi per gran parte del periodo. Tuttavia, dopo il marzo 2001 sono tornate a instaurarsi relazioni più normali.

Il profilo globale dei cambiamenti nelle condizioni economiche e nei mercati finanziari è risultato evidente soprattutto negli Stati Uniti. La politica monetaria ha continuato a inasprirsi durante la prima metà dello scorso anno, per poi invertire la rotta nei primi mesi del 2001, quando sono emersi segnali di una drastica svolta nell'attività economica. Per due volte la Riserva federale ha ridotto inaspettatamente i tassi durante l'intervallo tra due riunioni ufficiali, in parte per sostenere i mercati finanziari, verosimilmente più importanti negli Stati Uniti che altrove nel determinare il livello della domanda.

In Giappone la politica del tasso d'interesse zero è stata abbandonata in agosto, quando la banca centrale ha ritenuto che la ripresa fosse in grado di autosostenersi e che fossero diminuiti i timori suscitati dal rischio di deflazione. Di fronte all'intensificarsi di pressioni al ribasso sul livello dei prezzi in autunno e a una forte decelerazione dell'attività verso la fine dell'anno, anche la Banca del Giappone ha allentato le condizioni monetarie agli inizi del 2001. Uno sviluppo particolarmente preoccupante è stato il declino graduale ma cumulativamente ampio dei corsi azionari. Si temeva che ciò potesse avere un qualche impatto sulla stabilità del sistema finanziario, in assenza di chiare indicazioni che fosse stato realmente intrapreso un risoluto processo di ristrutturazione.

Nell'area dell'euro, durante la primavera dello scorso anno l'inflazione generale è rimasta prossima al 2%, limite superiore nella definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema. Essa ha tuttavia registrato un balzo in estate ed è aumentata ulteriormente in autunno, di riflesso ai più elevati prezzi petroliferi e all'indebolimento del cambio. Tali sviluppi hanno indotto ad innalzare a più riprese i tassi ufficiali. Quando queste tendenze si sono invertite, l'inflazione

è calata, ma fino ai primi mesi del 2001 non vi sono stati segnali univoci di rallentamento dell'attività produttiva. Sulla base delle previsioni che indicavano un lento rientro dell'inflazione all'interno della fascia di stabilità, l'Eurosistema ha deciso di non abbassare i tassi fino a maggio.

Il ciclo dei tassi si è invertito anche in molti paesi che adottano un obiettivo di inflazione esplicito. Nella prima metà del periodo in esame è stata completata l'ultima fase della stretta monetaria avviata in precedenza. L'aumento dell'indice generale dei prezzi registrato nella maggior parte di queste economie verso la fine del 2000 è stato interpretato come la conseguenza di fattori temporanei, quali il rincaro del petrolio, cosicché non è stato ritenuto necessario un ulteriore inasprimento. Agli inizi del 2001 le principali banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno ridotto i tassi d'interesse in risposta alla revisione al ribasso delle previsioni di crescita nel breve termine.

Il raggiungimento e il mantenimento di una bassa inflazione a livello mondiale, in un contesto di continua espansione dei mercati finanziari, hanno avuto implicazioni importanti per le banche centrali. Un problema particolare ha riguardato la scelta degli indicatori su cui basarsi per la determinazione dei tassi ufficiali. A questo riguardo, le autorità monetarie hanno esaminato una vasta gamma di variabili informative desunte sia dall'economia reale sia, in misura crescente, dai mercati finanziari. L'importanza della comunicazione con il mercato finanziario è aumentata, e i responsabili delle politiche devono tenere sempre più conto della sua reazione nella scelta temporale delle loro decisioni.

Stati Uniti

Il periodo in esame non è stato facile per le autorità monetarie. Nei primi tre trimestri del 2000 parevano essersi accumulate pressioni inflazionistiche. Nello stesso tempo, tuttavia, i corsi azionari e altri indicatori finanziari segnalavano un incipiente rallentamento della spesa per consumi e investimenti. Inoltre, le incertezze circa la crescita futura della produttività offuscavano le prospettive inflazionistiche, oltre che quelle dei profitti aziendali e della stabilità a breve dei mercati finanziari. Poi, verso la fine del 2000, nuovi dati annunciavano una brusca decelerazione dell'attività economica. Sussisteva considerevole incertezza circa la potenziale gravità e durata dell'attesa fase di sottoimpiego dell'economia. Per stabilire con quale rapidità la politica monetaria dovesse essere allentata, in particolare considerando la possibilità di un indesiderato rimbalzo delle quotazioni azionarie, era richiesto un insolito grado di discernimento per quanto riguarda sia lo stato dell'economia sia la psicologia del mercato.

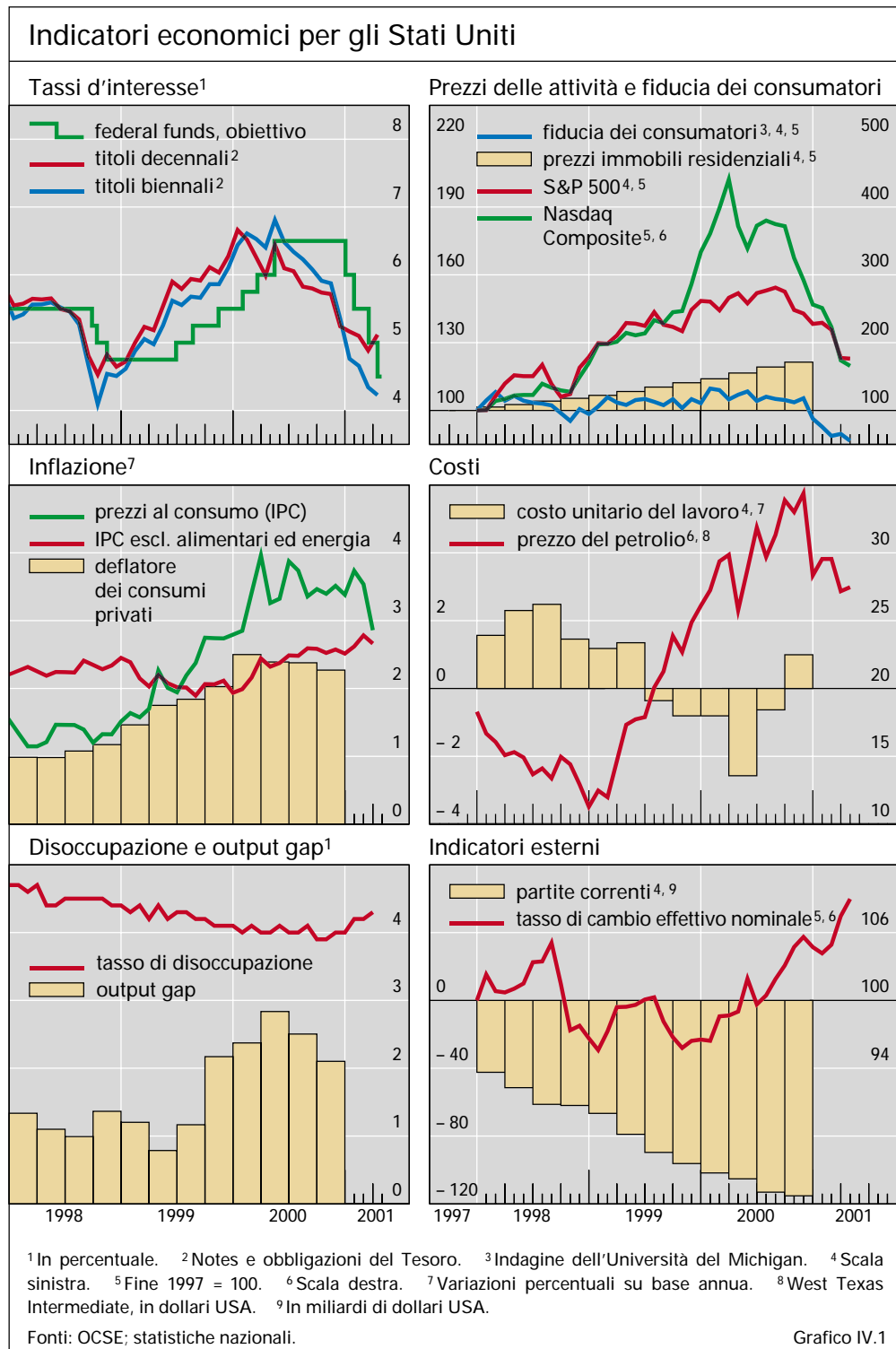
L'inizio del periodo in esame ha segnato il culmine della restrizione monetaria operata dalla Riserva federale per un anno. L'aumento di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds nel maggio 2000, dopo una serie di incrementi per complessivi 1¼ punti percentuali dal giugno 1999, si inseriva in una ponderata strategia volta a contenere una rapida espansione della domanda aggregata con potenziali implicazioni inflazionistiche. Tuttavia, nella

Pressioni
inflazionistiche

La stretta
monetaria è
continuata fino a
maggio 2000 ...

... con un rischio inflazionistico ancora presente in autunno

tarda primavera e in estate gli indicatori prospettici segnalavano un incipiente rallentamento dell'attività economica. Ciò ha indotto il Federal Open Market Committee (FOMC) a sospendere ulteriori aumenti del tasso obiettivo, pur mantenendo un orientamento prevalente ("bias") verso l'inasprimento. In autunno il rischio di un'inflazione in rialzo ha costituito l'elemento di maggiore rilievo nelle valutazioni del FOMC. Da un lato, le misure dell'inflazione di base continuavano a situarsi intorno al 2%, livello ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi, mentre si susseguivano segnali di rallentamento



dell'economia. Dall'altro, i prezzi costantemente elevati del petrolio sembravano determinare revisioni verso l'alto nelle aspettative di inflazione sul lungo periodo, mentre le condizioni ulteriormente tese sui mercati del lavoro, attestate dagli aumenti delle retribuzioni e dei costi unitari del lavoro, minacciavano di spingere verso l'alto l'inflazione di base.

A dicembre risultava chiaro che l'attività economica aveva cominciato a rallentare significativamente, come dimostravano il netto calo delle vendite al dettaglio, un eccessivo accumulo di scorte, la marcata riduzione della ricchezza delle famiglie e flessioni nella fiducia sia dei consumatori sia delle imprese. Nello stesso tempo, le condizioni finanziarie nei segmenti azionari e obbligazionari si erano deteriorate considerevolmente (Capitolo VI).

In risposta a ciò, e dopo aver modificato il proprio "bias" in dicembre per recepire l'accresciuto rischio di un indebolimento dell'economia, il 3 gennaio 2001 il FOMC ha ridotto i tassi. I tempi e le dimensioni della manovra – decisa tra una riunione e l'altra, e di ampiezza doppia rispetto alla norma – hanno apparentemente colto di sorpresa i mercati, che hanno reagito con una brusca risalita dei corsi azionari e una caduta dei prezzi delle obbligazioni a lungo termine. Questa manovra a sorpresa intendeva probabilmente dimostrare la capacità di pronta risposta allo sviluppo degli eventi, sostenendo in tal modo la fiducia dei consumatori e degli operatori dei mercati finanziari. A seguito di un ulteriore taglio di 50 punti base del tasso sui federal funds, deciso nella riunione del FOMC di fine gennaio, e del continuo miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari (ad eccezione del comparto azionario), sembrava possibile evitare un protratto periodo di crescita lenta. Dopo aver scontato gli effetti di questa riduzione dei tassi, la Riserva federale prevedeva a metà febbraio che nel 2001 la crescita su base annua sarebbe scesa solo di poco al di sotto del suo potenziale stimato di lungo periodo e che l'inflazione generale – misurata dall'indice della spesa per consumi privati – si sarebbe situata intorno al 2%. Tuttavia, con il passare del tempo sono emerse ulteriori indicazioni che accrescevano la probabilità di un rallentamento di maggiore durata e intensità. Nella riunione di marzo il FOMC abbassava nuovamente i tassi di 50 punti base, reiterando questa riduzione il 18 aprile, dopo consultazioni tra due meeting, e il 15 maggio. Ciò ha portato a 250 punti il taglio complessivo del tasso sui federal funds nei primi cinque mesi dell'anno, il che equivale al più forte allentamento del dopoguerra. Mentre il differenziale tra i tassi a lunga e a breve si era in genere ristretto nel corso del 2000, questa tendenza si è invertita nei primi mesi del 2001, sulla scia delle manovre distensive. Ad esempio, il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni è cresciuto di 56 punti base tra il 23 marzo e il 20 aprile.

Sottostante l'evoluzione della politica monetaria USA negli ultimi trimestri, così come in anni precedenti, vi era un dibattito incentrato sul quesito se si fosse innalzato il livello sostenibile di crescita della produttività (si veda più avanti la trattazione sugli indicatori). Nella precedente fase di restrizione monetaria, la Riserva federale aveva annesso grande importanza al fatto di disporre di stime accurate dell'output gap per valutare le implicazioni inflazionistiche di una robusta domanda aggregata. Per contro, di fronte al calo continuo dei corsi azionari e alla netta decelerazione del prodotto nel quarto trimestre 2000, l'attenzione sia delle autorità che degli operatori si è

A fine anno emergono indicazioni di un brusco rallentamento

Un taglio a sorpresa dei tassi agli inizi del 2001 ...

... seguito in rapida successione da quattro ulteriori modifiche dei tassi

Permangono incertezze sulla crescita della produttività

spostata temporaneamente sulle prospettive a più breve termine per la crescita della produttività. L'esito sperato era che quest'ultima fosse duratura, con favorevoli ripercussioni sui profitti, sui prezzi delle azioni e sulla spesa. Un tale risultato (Capitolo II) avrebbe anche significato che alcuni degli evidenti squilibri nell'economia statunitense erano più sostenibili di quanto si pensasse. Naturalmente, se il mantenimento di una più alta crescita della produttività avesse comportato meno ore di lavoro, meno occupazione e minori redditi delle famiglie, sarebbe rimasto il rischio di riflessi negativi sulla fiducia dei consumatori.

Giappone

In presenza di una crescita significativa del PIL e di una produzione industriale in aumento nella primavera del 2000, la Banca del Giappone ha dovuto affrontare il difficile quesito se, ed eventualmente quando, abbandonare la politica del tasso zero adottata un anno prima. Il Policy Board si era andato sempre più convincendo che il perdurante calo dei prezzi al consumo riflettesse anzitutto sviluppi dal lato dell'offerta, tra cui la deregolamentazione e le modifiche nei canali di distribuzione. Le pressioni al ribasso sui prezzi derivanti dalla debolezza della domanda sembravano essersi attenuate. Con un tasso di diminuzione dei prezzi su base annua (esclusi gli alimentari freschi) stabile a -0,3% nel corso della primavera, e segnali di una ripresa in atto, l'obiettivo per i tassi overnight è stato innalzato allo 0,25% in agosto. Sebbene ciò comportasse un lieve inasprimento delle condizioni monetarie, la Banca del Giappone ha ritenuto che, nel complesso, queste avrebbero continuato ad agire in senso espansivo.

Durante l'autunno e l'inverno, tuttavia, l'economia è tornata a rallentare e il tasso tendenziale di deflazione dei prezzi al consumo è aumentato. I rendimenti obbligazionari a lungo termine, stabili per gran parte dell'anno, sono scesi dall'1,8% in ottobre all'1,7% in dicembre, fino a toccare l'1,1% a inizio marzo 2001. Questa flessione ha fatto ritenere che i mercati finanziari nutrissero aspettative di un ulteriore indebolimento dell'economia. Inoltre, appariva sempre più chiaro che erano stati compiuti scarsi progressi nel ridurre lo stock dei crediti di dubbia esigibilità, in quanto ai prestiti stralciati erano subentrate nuove sofferenze.

Vari fattori hanno contribuito a questi sviluppi. In particolare, la netta riduzione delle esportazioni verso le economie asiatiche, dovuta in gran parte agli effetti del rallentamento dell'economia statunitense su questi paesi, ha provocato un calo della produzione industriale nel primo trimestre del 2001. Un altro fattore che ha ostacolato l'incipiente ripresa è stata l'ulteriore erosione delle capacità di credito del sistema bancario in seguito alla diffusa caduta dei corsi azionari iniziata nella primavera del 2000. In passato le banche avevano attenuato l'impatto sui profitti delle perdite su crediti grazie alle plusvalenze realizzate sui loro portafogli azionari. Tuttavia, in questa occasione esse hanno potuto disporre di un margine esiguo, poiché le quotazioni, misurate dall'indice Nikkei, avevano toccato nella primavera del 2001 il minimo storico degli ultimi 15 anni.

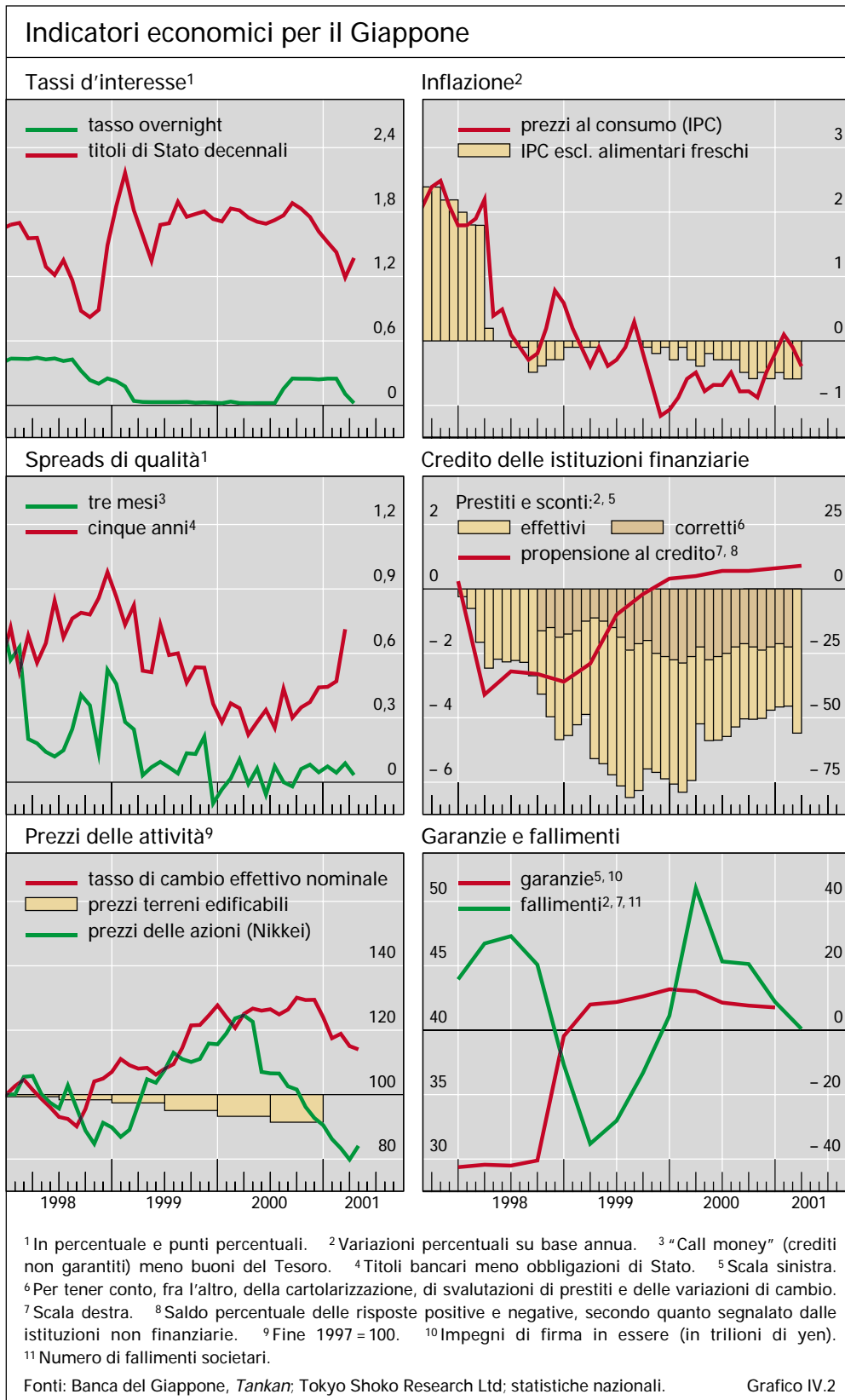
Prezzi decrescenti
ma tassi d'interesse
in aumento

L'economia
rallenta ...

... sulla scia della
decelerazione negli
Stati Uniti e dei
decrescenti corsi
azionari

Alla luce di questo deterioramento delle condizioni economiche e della crescente probabilità di una recessione negli Stati Uniti, agli inizi del febbraio 2001 la Banca del Giappone ha adottato ulteriori misure di sostegno dell'economia. Al fine di accrescere l'apporto di liquidità, essa ha introdotto

Allentamenti della politica monetaria in febbraio ...



... e in marzo

una nuova facilitazione di credito (lombard), in base alla quale il sistema bancario poteva finanziarsi su richiesta al saggio ufficiale di sconto, che era stato abbassato dallo 0,5 allo 0,35%. Con questa facilitazione è stato in pratica introdotto un tetto per i tassi overnight sul mercato interbancario. Nel corso dello stesso mese sono state adottate altre misure che hanno abbassato il target per i tassi overnight allo 0,15% e il saggio ufficiale di sconto allo 0,25%. Con l'emergere di nuovi segnali di una pausa della ripresa, in marzo sono stati presi ulteriori provvedimenti di politica monetaria. Scegliendo come obiettivo operativo, in luogo del tasso overnight, il volume in essere della massa di riserva presso la banca centrale, e portando quest'ultimo da 4 a 5 trilioni di yen, il tasso overnight è stato sospinto allo 0,05%.

Insieme ad altre modifiche di politica monetaria, la Banca del Giappone ha annunciato in marzo un orientamento riferito all'indice dei prezzi al consumo. Esso prevedeva che le nuove misure sarebbero rimaste in vigore fino a quando i prezzi al consumo non avessero cessato di scendere, e ciò nel presumibile intento di innescare l'aspettativa che i tassi d'interesse sarebbero rimasti su livelli minimi per un periodo protratto, abbassando così l'intera curva dei rendimenti. Sebbene la banca centrale sia rimasta cauta circa l'introduzione di un obiettivo di inflazione esplicito a medio termine, l'annuncio sottolineava la crescente importanza che essa attribuiva alla necessità di evitare ulteriori flessioni dei prezzi.

Allentamento di tipo quantitativo

Con tassi overnight praticamente a zero, non vi era margine per un nuovo allentamento. Inoltre, secondo la Banca del Giappone la probabilità che una misura espansiva di tipo quantitativo avrebbe sostenuto l'attività economica era limitata dalla debolezza del sistema finanziario e del settore delle imprese. In particolare, un aumento della base monetaria mediante massicci acquisti di titoli di Stato difficilmente avrebbe indotto le banche ad espandere il credito, data la situazione dei loro bilanci e la debole domanda di nuovi prestiti. Inoltre, anche se gli acquisti di valuta estera potevano favorire un deprezzamento dello yen, stimolando così il settore delle esportazioni, alcune imprese avrebbero incontrato difficoltà nel trasferire sui prezzi i maggiori costi delle importazioni a causa della debolezza della domanda interna. Un deprezzamento del cambio avrebbe pertanto potuto ridurre i margini di profitto in taluni settori, con potenziali effetti contrattivi sull'attività economica. E poteva inoltre creare problemi a causa del suo impatto negativo su altre economie della regione asiatica.

Importanza delle riforme

In considerazione della ridotta efficacia della politica monetaria e dei vincoli posti alla politica fiscale dalla rapida espansione del debito pubblico negli ultimi anni, l'onere di riportare l'economia su un sentiero di crescita veniva a ricadere in misura crescente su riforme finalizzate alla soluzione dei problemi di bilancio dei settori finanziario e societario. Anche un aumento sostenibile della capacità primaria di reddito delle banche era considerato un elemento essenziale per il successo di qualsiasi strategia. Sebbene i bassi tassi d'interesse fossero visti con favore in quanto sostenevano la domanda, essi erano considerati al tempo stesso un disincentivo a ristrutturare i bilanci, poiché le sofferenze potevano essere rifinanziate a bassissimo costo. Ciò ha reso ancor più impellente la necessità di accompagnare la politica dei bassi tassi d'interesse con altri incentivi ad attuare le riforme strutturali.

Area dell'euro

In presenza di prospettive inflazionistiche in rapido mutamento, lo scorso anno la politica monetaria ha operato in un contesto difficile anche nell'area dell'euro. Il compito più impegnativo per la BCE fino all'autunno 2000 è stato quello di impedire che l'aumento dell'inflazione legato ai prezzi dell'energia venisse incorporato nei contratti salariali, innescando effetti di secondo impatto. In seguito, il problema principale è consistito nel determinare in quale misura il rallentamento negli Stati Uniti e nell'economia mondiale più in generale avrebbe frenato l'attività economica e ridotto le pressioni sui prezzi all'interno dell'area. Un fattore di complicazione era l'indebolimento dell'euro e il rischio che il suo deprezzamento si accelerasse. Invero, il tasso di cambio non costituiva un obiettivo di politica monetaria, ma esercitava un influsso sulle pressioni inflazionistiche sia diretto, attraverso i prezzi delle importazioni, sia potenzialmente indiretto, attraverso le aspettative di inflazione (si veda anche il Capitolo V).

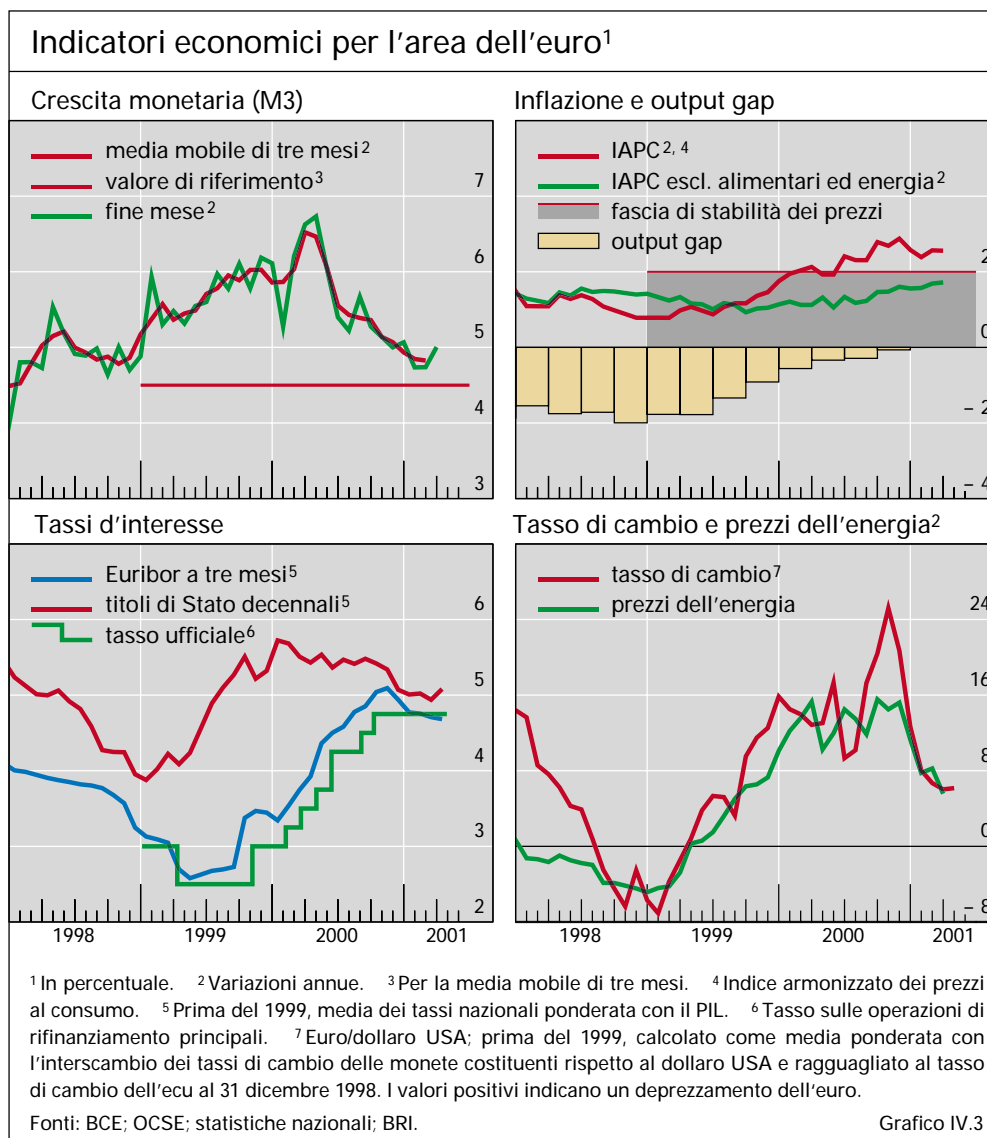
Un fattore di complicazione: l'indebolimento dell'euro

Agli inizi del 2000 la BCE ha perseverato nel processo di graduale restrizione monetaria avviato verso la fine del 1999. L'inflazione generale, misurata dalla variazione annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che aveva raggiunto un minimo dello 0,8% nel gennaio 1999, in seguito è costantemente cresciuta fino al picco del 2,9% nel novembre 2000. Questa accelerazione era da attribuire in larga misura all'impennata dei prezzi del petrolio e al deprezzamento cumulativo del 16% del cambio dell'euro tra gennaio 1999 e dicembre 2000. Tali sviluppi si sono accompagnati a un marcato incremento dei prezzi delle importazioni, saliti del 22% nei dodici mesi terminati a settembre 2000. Sebbene l'inflazione di base, misurata dall'IAPC (esclusi alimentari ed energia), sia rimasta molto moderata, il tasso sulle operazioni pronti contro termine è stato innalzato a più riprese dal 3,0% agli inizi del 2000 al 4,75% in autunno. In seguito, il Consiglio direttivo ha mantenuto per un certo tempo un atteggiamento di attesa, anche quando l'economia statunitense ha iniziato a rallentare nettamente e le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro hanno mostrato segni di riassorbimento. In presenza di incrementi salariali rimasti moderati e di una correzione al ribasso delle prospettive di crescita, la BCE ha abbassato i tassi nel maggio 2001.

L'inflazione in aumento a causa dei prezzi del petrolio e del deprezzamento del cambio

Diversi fattori paiono aver influito sulle reazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Nell'annunciare la propria strategia, il Consiglio direttivo aveva dichiarato che il superamento temporaneo della soglia del 2% non doveva essere considerato incompatibile con la stabilità dei prezzi. Nondimeno, dati i limitati precedenti storici dell'istituzione, le autorità devono aver temuto che l'assenza di una seppur minima reazione a tale sconfinamento potesse nuocere alla loro credibilità. Inoltre, la crescita di M3 al di sopra del valore di riferimento del 4,5% (primo pilastro dello schema di politica monetaria dell'Eurosistema) imponeva prudenza. Un ulteriore fattore che ha influito sulla politica monetaria è l'elevata reattività con cui in molti paesi dell'Europa continentale i salari hanno storicamente risposto ai movimenti dell'inflazione e a condizioni tese sui mercati del lavoro. Con un indice generale dei prezzi in ascesa e una disoccupazione in costante calo nell'area dell'euro, dal 9,5% nel

Fattori che hanno condizionato la politica monetaria



Rischio di effetti di secondo impatto

gennaio 2000 all'8,6% di dicembre, esisteva la possibilità di un aumento delle aspettative inflazionistiche e di aggiustamenti di tipo indotto nei mercati del lavoro.

Di fatto, i rendimenti a lungo termine sono rimasti stabili intorno al 5,5% per gran parte dell'anno e in seguito hanno iniziato a scendere, raggiungendo il 4,9% a metà marzo 2001. Da un lato, questo andamento poteva essere attribuito principalmente a un'analoga tendenza al ribasso dei tassi USA a lungo termine, una conclusione coerente con il successivo trend ascendente dei rendimenti obbligazionari sia negli Stati Uniti che in Europa. Dall'altro, ciò poteva indicare che i movimenti verso l'alto dell'indice generale dei prezzi non avevano influenzato le aspettative inflazionistiche, perché la politica orientata alla stabilità dell'Eurosistema continuava a essere considerata credibile dai mercati finanziari e dall'opinione pubblica in generale. Quest'ultima interpretazione sembrava convalidata ulteriormente dall'assenza di indicazioni che l'aumento dell'inflazione generale fosse stato incorporato nei costi del lavoro.

La politica resta credibile

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Il cardine delle strategie di politica monetaria in molti paesi industriali è l'annuncio di un obiettivo quantitativo per l'inflazione. In effetti, nel periodo in esame il numero di banche centrali che hanno adottato tale approccio è cresciuto, dopo che Islanda e Norvegia hanno reso noti i loro obiettivi nel marzo 2001.

Nella prima metà del 2000 le banche centrali della maggior parte dei paesi con un obiettivo di inflazione esplicito hanno attuato la fase conclusiva della generale restrizione avviata nel 1999. Successivamente, esse hanno mantenuto i tassi d'interesse su livelli alquanto stabili sino alla fine dell'anno. La Banca d'Inghilterra ha addirittura lasciato invariati i propri tassi per quasi tutto lo scorso anno in virtù del fatto che, pur in presenza di una forte domanda interna e di condizioni tese sui mercati del lavoro, non vi erano praticamente segnali di aumento dell'inflazione di base. Agli inizi del 2001 il ciclo dei tassi d'interesse è poi entrato nella fase discendente. I tassi ufficiali sono stati ridotti in Australia, Canada, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svizzera, paesi nei quali l'inflazione era rimasta debole, mentre si prevedeva un calo della crescita del prodotto al disotto del trend, in gran parte a causa di analoghi sviluppi nei maggiori paesi industriali.

Nel periodo in esame l'evoluzione dei tassi a breve nei paesi industriali con obiettivi di inflazione è stata simile a quella dei tassi sui federal funds USA, in linea con il profilo osservato durante almeno gli ultimi due anni. Infatti, gran parte di questi paesi si trovava pressappoco nella stessa fase ciclica degli Stati Uniti. Ciò vale in particolare per il Canada. Dal novembre 1999 quasi tutti gli interventi sui tassi ufficiali di questo paese hanno ricalcato le modifiche del tasso sui federal funds. Poiché i quattro quinti dell'interscambio canadese riguardano gli Stati Uniti, e data la stretta interconnessione tra i rispettivi mercati dei capitali, le politiche monetarie dei due paesi seguono un corso analogo, pur con le dovute differenze.

Come indica la somiglianza dei cicli dei rispettivi tassi d'interesse, le banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno dovuto affrontare lo stesso tipo di problematiche. Fino all'autunno 2000 uno dei timori principali era il surriscaldamento dell'economia, poiché si riteneva che la domanda stesse superando largamente l'offerta. Inoltre, i mercati del lavoro apparivano tesi, anche se i movimenti generalmente modesti dei costi unitari del lavoro hanno fornito scarsi indizi di un'accelerazione della dinamica salariale maggiore dei guadagni di produttività. Nondimeno, un certo numero di banche centrali ha continuato a inasprire la politica monetaria per contrastare un potenziale accumulo di pressioni inflazionistiche. La Banca del Canada ha innalzato il tasso ufficiale di 50 punti base nel maggio 2000, il quarto aumento dal novembre 1999; la Reserve Bank dell'Australia ha innalzato il "cash rate" di 50 punti base tra aprile e agosto 2000, facendo seguito a precedenti aumenti per complessivi 75 punti; la Reserve Bank della Nuova Zelanda ha aumentato i tassi ad aprile e maggio per un totale di 75 punti. Anche l'economia svedese ha continuato a crescere a un ritmo superiore alla media nel 2000, ma la Riksbank ha ritenuto di poter rinviare ai mesi successivi un ulteriore aumento dei tassi.

I tassi d'interesse seguono il ciclo statunitense

Elevata domanda aggregata nel 2000

Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione¹



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

¹Tassi 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. ²Per 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. ³Della variazione annua dell'IPC o, per Regno Unito, dell'inflazione di base; sondaggi dell'aprile 2001. ⁴Per Svizzera, Libor effettivo a 3 mesi (fascia obiettivo fissata a 50 punti base al disopra/disotto 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

Un primo quesito di particolare interesse per le autorità era se i guadagni di produttività osservati negli Stati Uniti dal 1995, e da molti ritenuti sostanzialmente permanenti, sarebbero stati realizzati anche nelle loro economie. Un quesito importante, poiché l'incertezza circa il trend della produttività del lavoro rendeva difficile determinare il prodotto potenziale, le pressioni inflazionistiche e, dunque, il corso appropriato delle politiche. In gran parte dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti si sono potuti accertare solo modesti e relativamente recenti aumenti della produttività. Inoltre, la maggior parte di questi incrementi sembra riconducibile a fattori ciclici. Un'eccezione di rilievo è l'Australia, che ha beneficiato di guadagni di produttività molto elevati per tutti gli anni novanta. Nondimeno, nel Regno Unito alcuni esponenti del Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra (CPM) hanno affermato di essere stati propensi a un taglio dei tassi d'interesse nel 2000 sulla base dell'assunto che la crescita della produttività di lungo periodo fosse accelerata. Il rinvio dell'aumento dei tassi in Svezia lo scorso anno ha rispecchiato anche la convinzione che il livello di crescita sostenibile della produttività si fosse innalzato, in parte grazie alla notevole performance del comparto informatico interno.

Le banche centrali affrontano problemi analoghi, come la continua incertezza circa la dinamica della produttività ...

Un secondo quesito riguardava il modo in cui fronteggiare gli ulteriori rilevanti aumenti dei prezzi petroliferi della seconda metà del 2000, che in seguito hanno sospinto l'inflazione generale al disopra degli obiettivi di gran parte delle banche centrali. Non vi è stata una risposta in termini di aumento dei tassi, poiché si è ritenuto in genere che si trattasse di shock transitori. Tuttavia, alcune banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti hanno precisato che mentre non avrebbero reagito agli effetti immediati di questi shock di prezzo, esse avrebbero però preso in considerazione ulteriori provvedimenti restrittivi qualora gli indicatori avessero segnalato la comparsa di effetti di secondo impatto. La Reserve Bank dell'Australia ha mantenuto invariati i tassi anche quando un aumento delle imposte, unitamente all'impennata dei prezzi del petrolio, ha spinto bruscamente verso l'alto l'inflazione rilevata nel terzo trimestre. In Canada, le aspettative inflazionistiche a lungo termine sono rimaste pressoché immutate dopo l'incremento dei prezzi petroliferi, mantenendosi prossime al centro della fascia obiettivo della banca centrale. Verso la fine del 2000 la discesa delle quotazioni del greggio ha allentato le pressioni sull'inflazione generale in gran parte dei paesi, e ciò ha ridotto significativamente la probabilità di effetti di secondo impatto dei precedenti aumenti di prezzo.

... l'impatto degli aumenti di prezzo del petrolio ...

Un terzo quesito che si è posto alle autorità nel periodo in esame riguardava la dinamica dei cambi. Per gran parte del 2000 una delle maggiori preoccupazioni nel Regno Unito era il crescente squilibrio settoriale causato dall'elevato valore della sterlina rispetto all'euro. Ciò aveva comportato una debole performance in alcuni settori dell'export, mentre nello stesso tempo la domanda interna cresceva rapidamente. Un calo dei tassi d'interesse avrebbe potuto favorire un deprezzamento della sterlina, venendo in tal modo in soccorso delle industrie esportatrici; ma ciò avrebbe alimentato un ulteriore aumento del livello già preoccupantemente elevato della domanda interna. Nell'aspettativa di poter comunque rispettare il suo obiettivo di inflazione

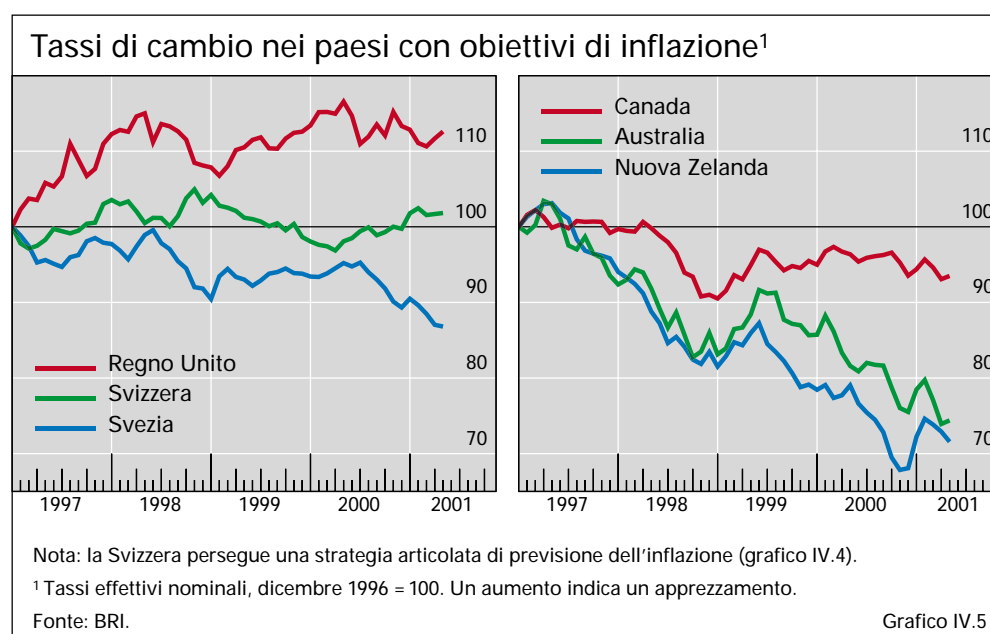
... e le incerte ripercussioni della dinamica dei cambi

aggregata, la Banca d'Inghilterra ha mantenuto fermo al 6% il principale tasso ufficiale.

Il tasso di cambio ha richiamato l'attenzione delle autorità anche in Australia e Nuova Zelanda, paesi la cui valuta ha subito un massiccio deprezzamento. In definitiva, l'influsso ultimo di tali deprezzamenti sull'orientamento di politica monetaria è stato minore di quanto ci si potesse attendere alla luce dell'esperienza passata. Le banche centrali di entrambi i paesi, ritenendo che la traslazione delle variazioni del cambio sull'inflazione fosse diminuita recentemente, sono state più inclini a un atteggiamento di attesa per verificare se tali variazioni si sarebbero trasmesse all'inflazione di base. Per contro, la Banca Nazionale Svizzera era dell'avviso che l'entità della trasmissione restasse elevata. Essa ha pertanto accettato di buon grado l'apprezzamento del franco svizzero sull'euro come mezzo per contrastare, nella prima metà del 2000, gli impulsi inflazionistici derivanti dalla precedente debolezza del tasso di cambio nominale.

Le prospettive inflazionistiche sono migliorate nella seconda metà del periodo sotto rassegna, allorché le previsioni di crescita del prodotto sono state corrette al ribasso nella maggior parte dei paesi. Ciò ha per lo più rispecchiato un atteso rallentamento dell'attività economica mondiale, ma anche la precedente fase di restrizione monetaria. Tuttavia, il calo della crescita previsto era minore che negli Stati Uniti, come pure la probabilità attribuita a un'inversione del ciclo particolarmente accentuata. Questa opinione era sorretta dai minori segnali di squilibri finanziari nella maggior parte di queste economie, in particolare nei mercati del credito e delle attività, rispetto agli Stati Uniti. Nondimeno, in alcuni casi erano ravvisabili sintomi di squilibri settoriali. In Australia i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto livelli eccezionali, e in Canada l'indebitamento di famiglie e imprese in rapporto al PIL si è avvicinato ai massimi storici (si veda anche il Capitolo II).

Revisione al ribasso delle previsioni di crescita del prodotto agli inizi del 2001



In definitiva, le previsioni di una crescita più debole abbinata a una stabile inflazione di base hanno indotto molte banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse. In Canada, vi era la percezione di un possibile rallentamento in atto, dovuto anche al calo della domanda di prodotti nazionali da parte del mercato statunitense. Si temeva che l'espansione dei consumi e degli investimenti potesse diminuire, in linea con gli sviluppi negli Stati Uniti. Di conseguenza, nel gennaio 2001 la Bank of Canada ha cominciato a ridurre i tassi. Nella riunione dello stesso mese, il CPM della Banca d'Inghilterra era ancora dell'avviso che il rischio di un aumento dell'inflazione fosse più o meno bilanciato dal pericolo di una flessione della crescita al disotto del potenziale. Tuttavia, la Banca ha allentato la propria politica in febbraio, dopo che l'inflazione era temporaneamente scesa di quasi un punto sotto il target, e ulteriori tagli di 0,25 punti ciascuno sono stati effettuati in aprile e maggio. In Australia, con una domanda interna già debole, il rallentamento delle economie statunitense e giapponese nel quarto trimestre ha rafforzato l'opinione secondo cui il calo della crescita avrebbe potuto essere protratto. La Reserve Bank ha effettuato tre riduzioni del "cash rate" tra febbraio e aprile, considerando questi tagli ancora compatibili con un rientro dell'inflazione nella fascia obiettivo del 2-3% nei due anni successivi.

Riduzioni dei tassi
d'interesse
in Canada ...

... Regno Unito ...

... e Australia

Riconsiderazione del quadro operativo della politica monetaria

Il cambiamento più importante nel contesto macroeconomico degli ultimi due decenni è stato verosimilmente il processo di disinflazione su scala mondiale. Molti fattori hanno indubbiamente contribuito alla situazione attuale di inflazione bassa e stabile (Capitoli II e III); nondimeno, il crescente impegno delle banche centrali al conseguimento e alla difesa della stabilità dei prezzi è stato determinante.

Nonostante il successo riportato nel controllo dell'inflazione, le autorità monetarie hanno dovuto risolvere il problema di individuare indicatori affidabili capaci di guidarle nella determinazione dei tassi ufficiali. Dopo il crollo del sistema di Bretton Woods e il passaggio generalizzato al regime di cambi flessibili, la ricerca di tali indicatori ha assunto un carattere prioritario, data l'esigenza di una gestione più attiva della politica monetaria da parte delle banche centrali. Negli anni settanta sono stati diffusamente adottati obiettivi monetari al duplice scopo di servire da ancora nominale esplicita per guidare le aspettative e da variabili informative per la conduzione della politica monetaria. Tuttavia, in molti paesi la liberalizzazione e l'innovazione finanziaria hanno finito per ridurre l'affidabilità degli aggregati monetari come indicatori di futuri sviluppi economici. Oggi, tra i maggiori paesi industriali, solo la strategia dei due pilastri dell'Eurosistema attribuisce tuttora un ruolo preminente agli indicatori monetari. Nel corso degli anni ottanta le banche centrali avevano fatto crescente affidamento su molteplici variabili informative per orientare le loro scelte operative, attribuendo rinnovata importanza a indicatori dell'economia reale, quali le misure della capacità produttiva sottostante e del potenziale di crescita dell'economia. La successiva adozione e il perseguimento in molti paesi di obiettivi di inflazione annunciati hanno fornito un mezzo trasparente

Problemi nella
ricerca di indicatori
affidabili

e credibile con il quale dare attuazione a una strategia monetaria di vasto respiro. Purtroppo, rendendo più chiaro l'obiettivo di politica monetaria, l'urgenza di individuare indicatori affidabili, più che diminuire, è probabilmente aumentata.

Le diverse e mutevoli esperienze delle banche centrali farebbero di per sé ritenere che un insieme omogeneo di indicatori affidabili di politica monetaria sia un traguardo ancora lontano. Inoltre, la crescita dei mercati finanziari negli ultimi anni ha ampliato la serie di variabili informative a disposizione delle autorità monetarie, aumentandone la potenziale eterogeneità. Oltre ad avere importanti implicazioni per la tattica di politica monetaria, l'accresciuta rilevanza dei mercati finanziari ha reso alquanto più complessa la comunicazione dei cambiamenti di politica monetaria al pubblico.

La scelta degli indicatori

Gli indicatori tradizionali sono risultati fuorvianti ...

L'inflazione inaspettatamente bassa registrata in molti paesi industriali dalla metà degli anni novanta ha costretto le banche centrali a riconsiderare gli indicatori tradizionali e i modelli utilizzati per la stima delle pressioni inflazionistiche. L'esempio più lampante al riguardo è fornito dagli Stati Uniti, paese in cui la crescita del PIL reale è rimasta ben al di sopra, e la disoccupazione ben al di sotto, dei parametri storici. Poiché una visione tradizionale del processo inflativo condivisa da molte banche centrali si basa sulla curva di Phillips, gli andamenti anomali del prodotto e della disoccupazione rispetto ai presunti valori di equilibrio nel lungo periodo hanno costituito uno dei motivi principali della recente sistemica sovrastima dell'inflazione futura.

... anche a causa delle difficoltà di pronosticare la dinamica della produttività

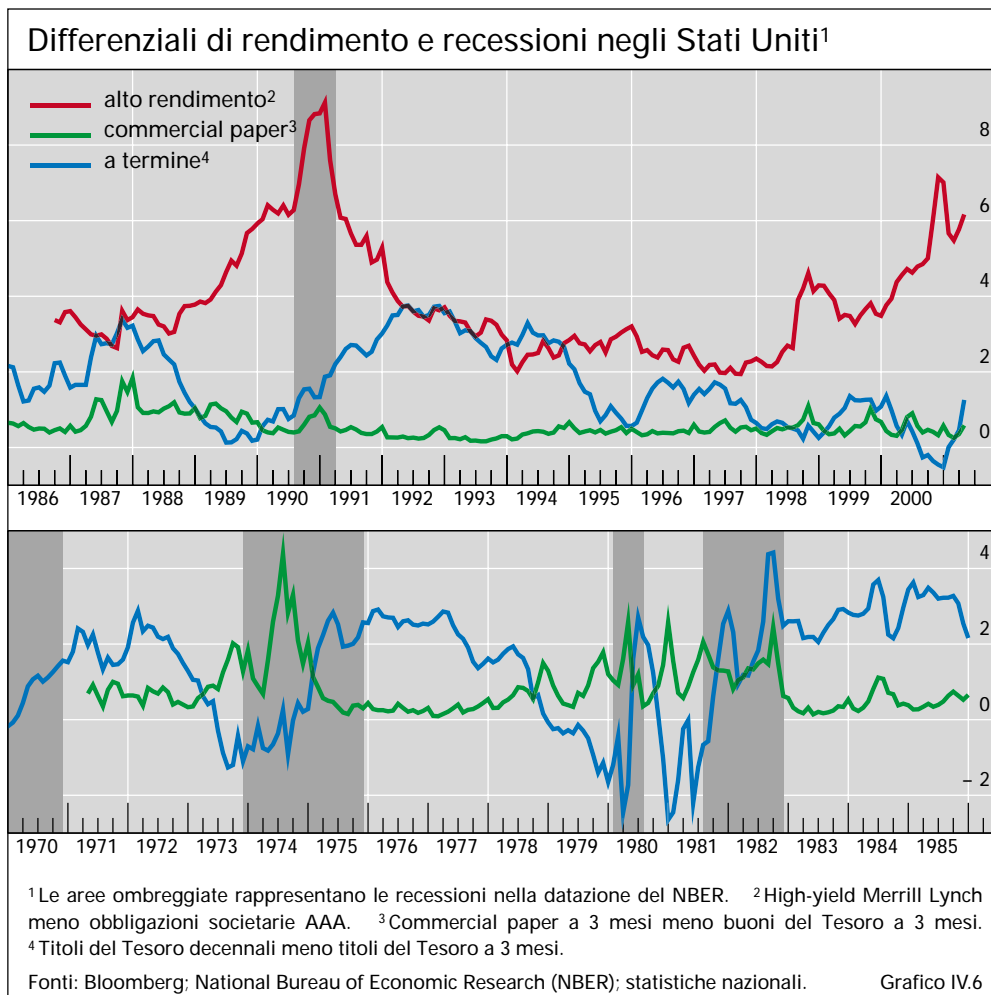
Uno dei principali problemi origina dalla crescente incertezza riguardo al prodotto potenziale. Negli ultimi anni è stata dedicata molta attenzione alla comprensione della dinamica della produttività totale dei fattori, in particolare alla misura in cui gli aumenti rilevati riflettono cause di lungo periodo anziché cicliche. Tuttavia, non sempre viene riconosciuto che le stime sia dello stock di capitale sia delle forze di lavoro sono altrettanto cruciali nella valutazione del prodotto potenziale. La misurazione dello stock di capitale è sempre difficile, ma lo è ancor più nei periodi di rapido progresso tecnologico, che in breve tempo può rendere il capitale obsoleto e il suo impiego non proficuo, complicando in tal modo la stima del grado di utilizzo della capacità produttiva. Parimenti, modifiche nel tasso di partecipazione e nelle tendenze demografiche possono influire sull'offerta di lavoro effettiva e quindi sulla capacità produttiva dell'economia. Inoltre, il calcolo del NAIRU, anch'esso fondamentale nel determinare il contributo del fattore lavoro al prodotto potenziale, può essere distorto da influssi (quali una riduzione dei prezzi delle materie prime o un rafforzamento del cambio) che riducono temporaneamente le pressioni e le aspettative inflazionistiche. Problemi come questi hanno indotto molti analisti a ripiegare su metodi puramente statistici per la stima del prodotto potenziale. Benché molte banche centrali si siano mosse in questa direzione, esse sono comprensibilmente esitanti a fondare la politica monetaria su simili misure, riconoscendo che queste non forniscono informazioni sulle forze economiche sottostanti tali stime.

In parte a causa delle difficoltà nell'interpretare gli indicatori dell'economia reale e data la crescente importanza dei mercati finanziari nel meccanismo di

trasmissione degli impulsi monetari, le banche centrali hanno attribuito un'attenzione sempre maggiore agli indicatori finanziari come guida per la politica monetaria. Una serie di esempi comprende vari differenziali di rendimento. In passato, lo spread a termine, ossia la differenza tra i rendimenti obbligazionari a lunga e i tassi a breve, si è dimostrato un utile indicatore dell'attività economica futura in molti paesi. Negli Stati Uniti, inoltre, anche il differenziale tra i tassi sulla commercial paper e quelli sui buoni del Tesoro è sembrato avere un contenuto predittivo per la crescita del prodotto. I movimenti di entrambi questi differenziali sono risultati strettamente correlati alle variazioni della politica monetaria; ad esempio, un accentuato calo dello spread a termine con conseguente inversione della curva dei rendimenti si è solitamente accompagnato a un aumento significativo dei tassi ufficiali. Poiché le recessioni a partire dai primi anni settanta sembrano per lo più essere state accelerate da una restrizione monetaria volta a combattere l'inflazione, il differenziale a termine ha costituito un valido indicatore di un imminente indebolimento dell'attività economica.

Gli indicatori finanziari possono rivelarsi più utili

Per questa stessa ragione, tuttavia, tale differenziale non riuscirebbe a predire rallentamenti non indotti principalmente dalla politica monetaria. La recessione iniziata negli Stati Uniti nel 1990 sembrerebbe confermarlo. In



Spread di qualità quell'occasione, pare essere stato un drastico aumento del differenziale tra i titoli di debito ad alto rendimento e quelli di qualità bancaria delle imprese a preannunciare il rallentamento. Vi sono invero indicazioni che anche in tempi recenti questo differenziale sia stato un utile indicatore della crescita del prodotto. La probabile ragione di ciò è che esso può rispecchiare variazioni, alcune indotte dalla politica monetaria, nelle condizioni creditizie che influenzano gli investimenti di piccole e medie imprese. Si potrebbe ritenere che lo spread sui titoli ad alto rendimento sia un indicatore potenzialmente più utile di altri differenziali di tasso d'interesse, nella misura in cui i suoi movimenti non sono specificamente legati al corso della politica monetaria, ma riflettono anche altri fattori che influiscono sul ciclo economico.

Tasso di cambio Nella valutazione delle pressioni inflazionistiche sono state utilizzate in molti paesi anche le variazioni dei tassi di cambio nominali e i connessi andamenti dei prezzi delle importazioni. Questi movimenti hanno effetti diretti sull'inflazione e influenzano il processo di determinazione dei salari e le variazioni dei prezzi dei beni "non-tradable". Tuttavia, come esaminato in precedenza e nel Capitolo II, l'esperienza recente fa ritenere che la traslazione delle variazioni del cambio sull'inflazione avvenga in misura minore o con ritardo. Ciò sembrerebbe ridimensionare l'importanza potenziale di questi indicatori per la politica monetaria.

Aggregati monetari Infine, come già accennato, negli ultimi trent'anni gli aggregati monetari e creditizi hanno svolto un ruolo variabile nella conduzione della politica monetaria. Le banche centrali, con poche eccezioni di rilievo, hanno espresso crescenti dubbi sulla loro proprietà di indicatori dei movimenti a breve sia dell'inflazione che del prodotto. Nello stesso tempo, il loro contenuto informativo sembrerebbe differire tra i vari sistemi finanziari. Per esempio, gli aggregati monetari ampi sono probabilmente più utili nei paesi in cui le banche sono la principale fonte esterna di finanziamento degli investimenti. Per contro, nei paesi in cui le imprese si finanziano principalmente con capitale di rischio ed emissioni obbligazionarie, come gli Stati Uniti o il Regno Unito, è probabile che altri indicatori quali gli aggregati creditizi ampi, i prezzi delle azioni e i premi di rischio abbiano maggiore rilevanza. Prescindendo da queste differenze, il monitoraggio degli aggregati monetari e creditizi può tuttora rivelarsi utile nel valutare i rischi a più lungo termine per la stabilità finanziaria (Capitolo VII).

La comunicazione con i mercati finanziari

Oltre ad aver ampliato la gamma dei potenziali indicatori di politica monetaria, il rapido sviluppo dei mercati finanziari ha anche posto le banche centrali di fronte a nuovi compiti di comunicazione. In particolare, le autorità monetarie si sono generalmente adoperate per essere più trasparenti nei confronti dei mercati al fine di evitare effetti di sorpresa. Ad esempio, mentre negli anni ottanta alcune banche centrali, fra cui la Riserva federale e la Reserve Bank dell'Australia, operavano pilotando i tassi overnight verso obiettivi non rivelati, esse ora annunciano di norma immediatamente i loro interventi di politica monetaria. Inoltre, offrono informazioni più complete e tempestive sulle ragioni alla base di tali manovre. Alcune banche centrali, tra cui la BCE e, lo

Annuncio immediato delle manovre di politica monetaria

scorso anno, la Banca del Giappone, hanno altresì cominciato ad annunciare le loro proiezioni o previsioni di inflazione futura e di altre variabili.

Malgrado ciò, resta aperto il quesito se la comunicazione possa essere ulteriormente migliorata. Un tema controverso è se le autorità monetarie debbano preparare i mercati alle loro mosse future, ad esempio annunciando il loro orientamento prevalente, come viene fatto dal FOMC, fornendo altre indicazioni circa le loro prossime iniziative, o addirittura pubblicando le proiezioni sull'evoluzione attesa dei tassi d'interesse. Agendo in tal modo, le banche centrali potrebbero influenzare più efficacemente i tassi a lungo termine, rafforzando così i meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari all'economia. Tuttavia, alcuni fattori indicano che ciò potrebbe rivelarsi a un tempo più arduo e meno opportuno di quanto si ritenesse forse in precedenza.

L'annuncio di possibili azioni future ...

In primo luogo, il dover assumere decisioni sia sui tassi ufficiali correnti sia sulla più probabile evoluzione futura dei tassi d'interesse complica grandemente il processo decisionale e può rivelarsi ingestibile, specie se le autorità monetarie si riuniscono di frequente. In secondo luogo, queste ultime potrebbero non avere un'opinione univoca sulle loro possibili decisioni future. Molte banche centrali conducono la politica monetaria attraverso comitati formali o informali che esaminano lo stato e la probabile evoluzione a breve dell'economia. Esse raggiungono quindi un accordo sul livello corrente dei tassi d'interesse sulla base di un consenso o per votazione. Con questo tipo di meccanismo decisionale sarebbe difficile adottare una ferma posizione riguardo alle future manovre dei tassi. In terzo luogo, il discostarsi dalle posizioni annunciate sui livelli attesi dei tassi d'interesse potrebbe danneggiare la credibilità della banca centrale. Anche se gli scostamenti fossero giustificati da nuove informazioni, i mercati potrebbero formarsi un'opinione diversa sul significato degli eventi in atto. L'accenno a future manovre di politica monetaria potrebbe quindi vincolare indebitamente il ventaglio di opzioni della banca centrale.

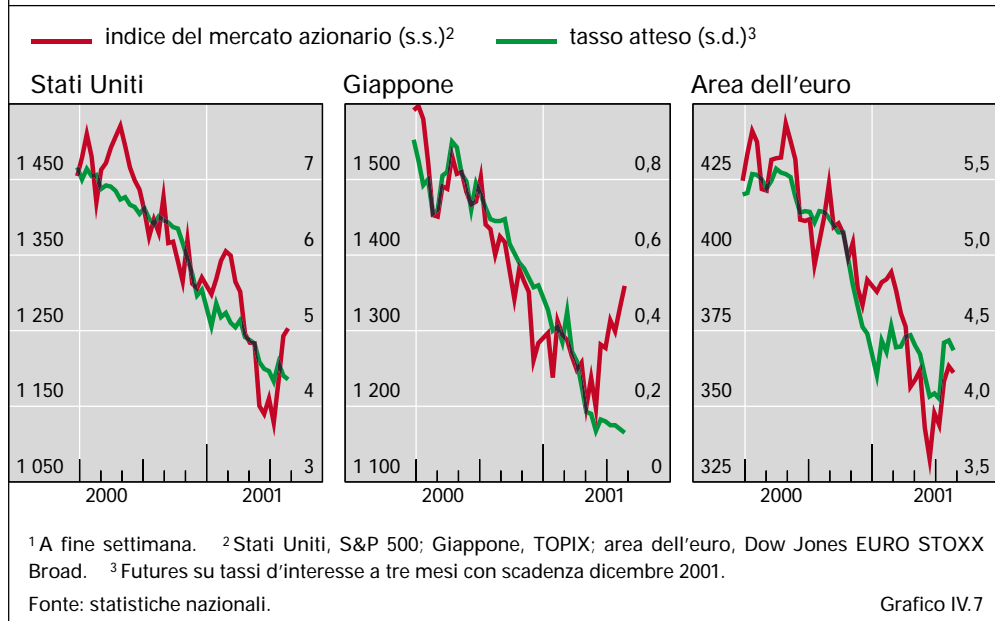
... può essere di scarsa utilità ...

Queste considerazioni inducono a ritenere che non vi siano grandi vantaggi nel cercare di offrire indicazioni precise su possibili futuri cambiamenti di politica monetaria, tranne forse in circostanze straordinarie. Ad esempio, ciò potrebbe rivelarsi appropriato in situazioni in cui i tassi d'interesse si discostino alquanto dai loro livelli normali, come accaduto per gli Stati Uniti nei primi anni novanta, quando il tasso sui federal funds era stato tenuto basso a causa dei "venti contrari" che interessavano il settore finanziario. In tali situazioni, il ripristino di livelli più normali dei tassi senza preannunciare tale cambiamento ai mercati rischierebbe di accentuarne la volatilità. Tuttavia, piuttosto che annunciare possibili manovre future, potrebbe essere ancora preferibile chiarire a quali condizioni i tassi d'interesse sarebbero aggiustati, lasciando alle aspettative dei mercati di giudicare autonomamente se queste condizioni siano presenti. La Banca del Giappone ha effettivamente seguito questa strategia quando ha reso noto che l'allentamento della politica monetaria nel marzo 2001 sarebbe stato mantenuto fino a quando la variazione su base annua del livello dei prezzi non fosse tornata a zero o positiva.

... tranne forse in circostanze straordinarie

Un altro aspetto importante delle strategie di comunicazione riguarda il modo in cui le banche centrali possono segnalare ai mercati quali fattori

Indici del mercato azionario e aspettative di tasso d'interesse a tre mesi¹



influiscono maggiormente sulle decisioni operative allorché molte variabili si modificano contemporaneamente. Per esempio, i prezzi delle azioni spesso calano in previsione di un rallentamento della crescita del prodotto, ma anche le banche centrali generalmente riducono i tassi in risposta a un atteso rallentamento. Tali misure possono essere erroneamente interpretate nel senso che la politica monetaria sia manovrata in funzione dei prezzi delle attività finanziarie. Questo pericolo aumenta se il rapporto ricchezza/reddito è elevato, le azioni rappresentano una quota importante della ricchezza e l'evoluzione dell'economia reale è un fattore determinante per le prospettive inflazionistiche. La rilevanza pratica di questo problema è illustrata nel grafico IV.7, che mostra come, con la caduta dei mercati azionari nelle tre maggiori economie lo scorso anno, anche le aspettative di mercato sui tassi a breve si siano abbassate.

La tattica degli interventi di politica monetaria

Lo sviluppo dei mercati finanziari ha avuto implicazioni anche per la tattica di politica monetaria, in particolare per la scelta temporale degli interventi. In molte banche centrali, come si è detto in precedenza, un comitato formale di politica monetaria assume le decisioni sui tassi d'interesse a scadenze predeterminate. Come fatto notare lo scorso anno dalla Banca del Canada in occasione dell'adozione di un calendario prefissato di date di annuncio, ciò riduce l'incertezza degli operatori poiché questi non devono preoccuparsi di interventi in date diverse, se non in circostanze eccezionali. Tuttavia, quando viene fatto uso di un calendario prefissato di riunioni si pone comunque il problema dei vantaggi e degli svantaggi di adottare provvedimenti al di fuori delle date prestabilite, come ad esempio i tagli dei tassi operati dalla Riserva federale agli inizi di gennaio e a metà aprile 2001. Sebbene la necessità di manovre ad interim dipenda dalla frequenza delle riunioni – i comitati che si

Annunci a date predeterminate

riuniscono due volte al mese, come nel caso della Banca del Giappone e della BCE, potrebbero averne minore bisogno – le banche centrali potrebbero volersi comunque riservare questa opzione. Ciò potrebbe valere in particolare nel caso di turbolenze improvvise sui mercati finanziari in grado di provocare drastici mutamenti nelle prospettive dell'economia.

L'opportunità di attuare manovre nell'intervallo tra due riunioni è legata alla più ampia questione se le autorità monetarie debbano evitare di cogliere di sorpresa i mercati. In generale, le banche centrali dovrebbero operare in maniera coerente nel tempo e comunicare le proprie intenzioni con chiarezza in modo da non ingenerare sorprese. Un cambiamento inatteso della politica monetaria potrebbe finire per destabilizzare i mercati ove fosse interpretato nel senso che la banca centrale disponga di informazioni riservate sfavorevoli o abbia perso il controllo della situazione. Ciò nonostante, possono sempre verificarsi casi in cui le intenzioni delle autorità e le aspettative dei mercati divergono in modo netto. Ovviamente, una banca centrale non dovrebbe rinunciare a perseguire le politiche che ritiene appropriate solo perché non sono quelle attese dai mercati finanziari. Nondimeno, questo aspetto potrebbe assumere rilevanza sul piano delle scelte tattiche. Da un lato, potrebbe talvolta rivelarsi proficuo che le autorità adottino ferme misure di politica monetaria, anche fra due riunioni, allo scopo di rendere chiare le loro intenzioni e di non apparire "ostaggio" delle opinioni del mercato. Dall'altro, i suddetti timori di destabilizzazione dei mercati implicano che potrebbe essere opportuno per le banche centrali dare attuazione ai voluti ma inattesi interventi sui tassi d'interesse solo con gradualità.

Preoccupazione per gli effetti di sorpresa sui mercati

Un problema strettamente connesso è se le banche centrali debbano normalmente graduare nel tempo gli interventi sui tassi d'interesse. Una banca centrale adotta una tattica di modulazione ("smoothing") dei tassi se, in risposta a nuove informazioni, ne distribuisce le variazioni nel tempo. In questo caso,

Frequenza delle riunioni e modulazione dei tassi d'interesse				
	Frequenza delle riunioni dei comitati monetari ¹	Variazione media assoluta del tasso ufficiale ² tra due inversioni di segno	Numero medio delle variazioni del tasso ufficiale tra due inversioni di segno	Numero medio di settimane tra due inversioni di segno del tasso ufficiale
Australia	mensile	3,5	5,6	111
Canada	8 volte l'anno	2,1	6,7	52
Area dell'euro	bimensile	1,5	3,0	39
<i>Germania</i>	<i>bimensile</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>
Giappone ³	bimensile	.	.	.
Svezia	mensile	1,6	8,5	60
Regno Unito	mensile	2,0	4,8	65
Stati Uniti	8 volte l'anno	2,0	6,0	84

Nota: Australia, "cash rate" (1990–2001); Canada, tetto della fascia operativa (1994–2001); area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (1999–2001); Germania, tasso pct (1990–98); Giappone, tasso overnight (crediti non garantiti, 1990–2001); Svezia, tasso pct (1994–2001); Regno Unito, tasso pct (1990–2001); Stati Uniti, tasso obiettivo sui federal funds (1990–2001).

¹ Prassi attuale. ² In punti percentuali. ³ Durante il periodo marzo 1991–agosto 2000 non si sono registrate inversioni di segno.

Tabella IV.1

Indicazioni di modulazione dei tassi

ci si dovrebbe attendere un certo numero di piccoli interventi sui tassi nella stessa direzione, piuttosto che un'unica ampia manovra. Vi sono prove di fatto secondo cui le banche centrali fanno effettivamente ricorso a questa pratica (tabella IV.1). Tuttavia, il modello di comportamento osservato potrebbe essere riconducibile a graduali rettifiche di opinione delle banche centrali circa lo stato dell'economia, piuttosto che a un aggiustamento volutamente graduale dello strumento stesso di politica monetaria.

Argomenti a favore ...

Un argomento a favore della distribuzione graduale delle modifiche dei tassi d'interesse nel tempo è che il loro impatto sulle variabili finanziarie e sulla domanda aggregata potrebbe essere più forte se si prevede che esse continuino nella stessa direzione. La modulazione dei tassi può quindi potenziare l'efficacia della politica monetaria, consentendo alle banche centrali di ottenere gli effetti di domanda desiderati, riducendo al tempo stesso la volatilità dei tassi. Un secondo argomento a favore è che essa facilita ai mercati la comprensione delle reazioni delle autorità monetarie a nuove informazioni. Ampi e repentini cambiamenti di direzione nella manovra dei tassi possono rendere più difficile per gli osservatori valutare quali informazioni siano più importanti nel determinare l'orientamento complessivo della politica monetaria. Un terzo argomento collegato a favore della modulazione è che essa può anche salvaguardare la banca centrale da perdite di credibilità nel caso in cui frequenti inversioni di rotta dei tassi siano interpretate dai mercati come sintomo di carente fiducia o di incoerenza nella conduzione della politica monetaria. Esiste però anche un argomento a sfavore. Se le banche centrali sovrastimano la necessità di gradualismo nel definire la propria politica, gli interventi opportuni potrebbero essere attuati con ritardo, il che potrebbe a sua volta accentuare le oscillazioni dell'inflazione e del prodotto.

... e contro la modulazione dei tassi

Condizioni di mercato e scelta temporale degli interventi di politica monetaria

Lo sviluppo dei mercati finanziari implica altresì che le condizioni di mercato possono esercitare un influsso maggiore sui tempi delle manovre di politica monetaria. Un esempio è fornito dalle situazioni in cui la liquidità di mercato è limitata (ad esempio, al volgere dell'anno o in circostanze speciali, come il passaggio al nuovo millennio), e le banche centrali potrebbero astenersi dal modificare i tassi per evitare di innescare brusche reazioni. Un secondo esempio concerne gli episodi di turbolenza del mercato. In questi casi, le banche centrali devono valutare la significatività della perturbazione, con riguardo in particolare alle potenziali ripercussioni sull'economia reale. Se le autorità decidono di agire, gli interventi possono variare da un sostegno selettivo della liquidità fino alla riduzione dei tassi, come ha fatto la Riserva federale dopo la caduta del mercato azionario nel 1987 e durante l'episodio di accentuata volatilità dei mercati seguito all'annuncio della moratoria russa nel 1998. Per quanto opportuni, tali interventi rischiano tuttavia di essere erroneamente interpretati come una reazione delle autorità al livello dei prezzi delle attività finanziarie, che tende anch'esso a diminuire in periodi di tensione.