

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel periodo in rassegna la politica monetaria nei maggiori paesi industriali ha mantenuto un indirizzo generalmente accomodante, anche in presenza di un rafforzamento della crescita e di migliorate prospettive economiche. Tuttavia, con l'emergere di segnali di un aumento dei rischi per la stabilità dei prezzi, le banche centrali hanno intrapreso azioni per ridurre il grado di stimolo monetario. La Federal Reserve ha continuato a innalzare gradualmente il tasso ufficiale nell'arco dell'intero periodo, portandolo a un livello considerato sostanzialmente compatibile con una crescita durevole e con la stabilità dei prezzi nel lungo periodo. La BCE ha iniziato ad aumentare il tasso ufficiale alla fine del 2005, partendo da un livello storicamente basso. Una questione fondamentale che ha impegnato queste banche centrali è consistita nel valutare se il ritmo dell'inasprimento fosse appropriato alla luce degli elevati prezzi dell'energia, del crescente utilizzo di risorse e dell'esuberanza dei mercati degli immobili residenziali. La Bank of Japan, con l'intensificarsi delle indicazioni di cessata minaccia deflazionistica, ha annunciato nel marzo 2006 la fine della politica di allentamento quantitativo in atto ormai da anni, prospettando per il futuro il ripristino di strumenti più convenzionali. Tuttavia, la politica monetaria ha continuato a fornire un contributo positivo all'incipiente ripresa economica, giacché il tasso obiettivo è stato mantenuto a zero e quello reale è risultato negativo.

Per le economie industriali minori le sfide di politica monetaria sono maggiormente differenziate, data la più complessa combinazione di forze interne ed esterne all'opera. La Bank of Canada, la Norges Bank, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera hanno ridotto il grado di condiscendenza monetaria con una serie di aumenti dei tassi ufficiali rispetto a livelli di partenza alquanto bassi. Altri paesi, che si trovano in una fase più avanzata del ciclo economico, hanno operato aggiustamenti solo marginali. La Reserve Bank of Australia e la Reserve Bank of New Zealand hanno leggermente ritoccato verso l'alto e la Bank of England verso il basso il rispettivo tasso ufficiale.

Persino quando i rischi derivanti dall'accumularsi di pressioni sui prezzi sono aumentati, molte banche centrali sono state rassicurate dal livello persistentemente basso dell'inflazione di fondo e dal saldo ancoraggio delle aspettative inflazionistiche, che hanno in parte attribuito alla più serrata concorrenza internazionale e al suo influsso moderatore su salari e prezzi. La sezione finale del capitolo prende in esame alcune delle sfide che l'accresciuta integrazione economico-finanziaria mondiale ("globalizzazione") pone per la politica monetaria.

Rassegna degli sviluppi

Stati Uniti

La Federal Reserve
innalza i tassi ...

Nel periodo in esame la Federal Reserve ha continuato a ridurre il grado di condiscendenza monetaria: il tasso obiettivo sui *federal fund* è stato aumentato di 25 punti base in ciascuna delle riunioni del comitato di politica monetaria, raggiungendo il 5% nel maggio 2006 (grafico IV.1). L'ultimo intervento rappresenta il sedicesimo rialzo consecutivo del ciclo di inasprimento iniziato nel giugno 2004, allorché il tasso si situava all'1%. Il tratto distintivo di questo ciclo è che ciascuna manovra è stata chiaramente preannunciata. Verso la fine del 2005, tuttavia, i membri del comitato hanno manifestato minore certezza riguardo al corso della politica.

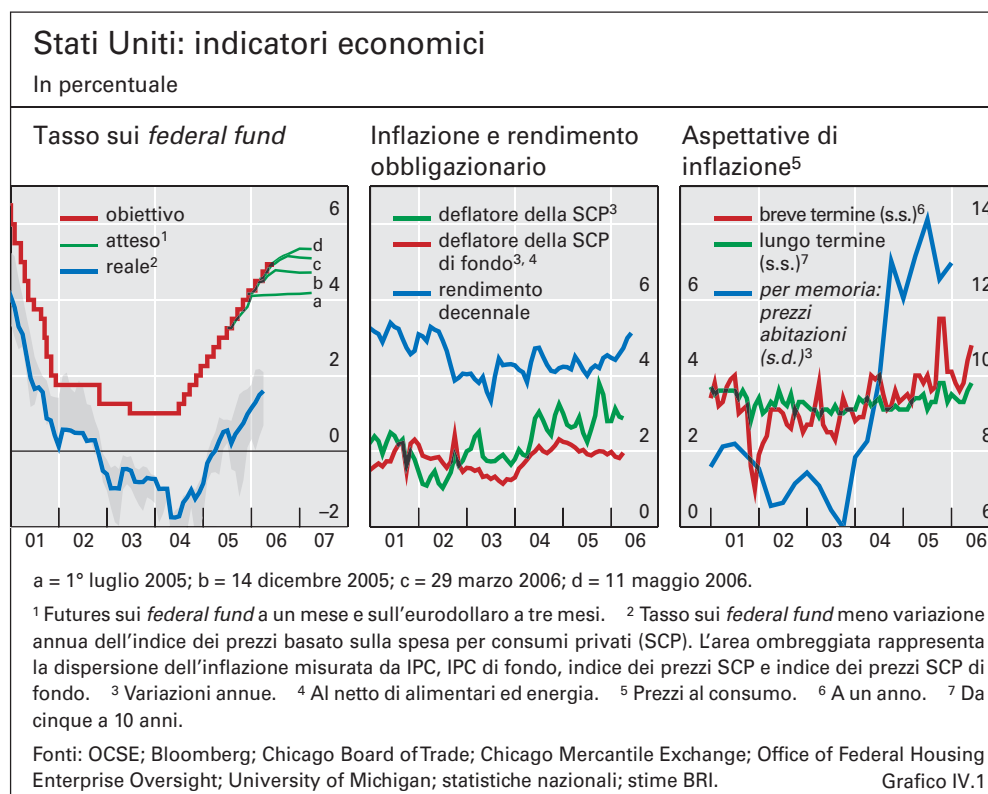
... in un contesto di
inflazione
quiescente ...

La quiescenza dell'inflazione di fondo è stata un'altra caratteristica saliente di questa fase restrittiva. L'indice generale dei prezzi al consumo ha continuato a muoversi verso l'alto, toccando il 4% su base annua, per effetto dell'ulteriore traslazione degli incrementi di prezzo dell'energia e delle materie prime. Ciò nonostante, l'inflazione di fondo è rimasta bassa e stabile in prossimità del 2%. Tuttavia, verso la fine del periodo i dati che segnalavano una robusta crescita sottostante, un lieve aumento delle aspettative inflazionistiche a lungo termine e livelli crescenti di utilizzo della capacità – specie nei mercati del lavoro – hanno reso più vigile l'atteggiamento delle autorità nei confronti dei rischi di inflazione.

... e di robusta
crescita economica

Al delinearsi della
fine del ciclo di
restrizione ...

La strategia di comunicazione della Federal Reserve ha svolto un ruolo importante nel guidare i mercati durante questa fase di inasprimento. Cominciando a intravedere la possibilità di porre fine alla restrizione, il comitato



monetario ha adeguato le sue valutazioni prospettiche sulla probabile traiettoria dei tassi ufficiali e sull'eventualità di una pausa. In particolare, nel dicembre 2005 è stato abbandonato l'impiego ampiamente pubblicizzato dell'aggettivo "misurato", introdotto alla metà del 2004 per descrivere il probabile ritmo dei successivi incrementi dei tassi. Il comitato ha espresso l'opinione che, una volta rimosso un grado significativo di accomodamento, la futura impostazione della politica avrebbe dovuto essere più reattiva alla diffusione di nuovi dati economici. Inoltre, le successive manovre non sarebbero state cumulativamente ampie. I mercati hanno accolto queste rettifiche di linguaggio senza reazioni di rilievo.

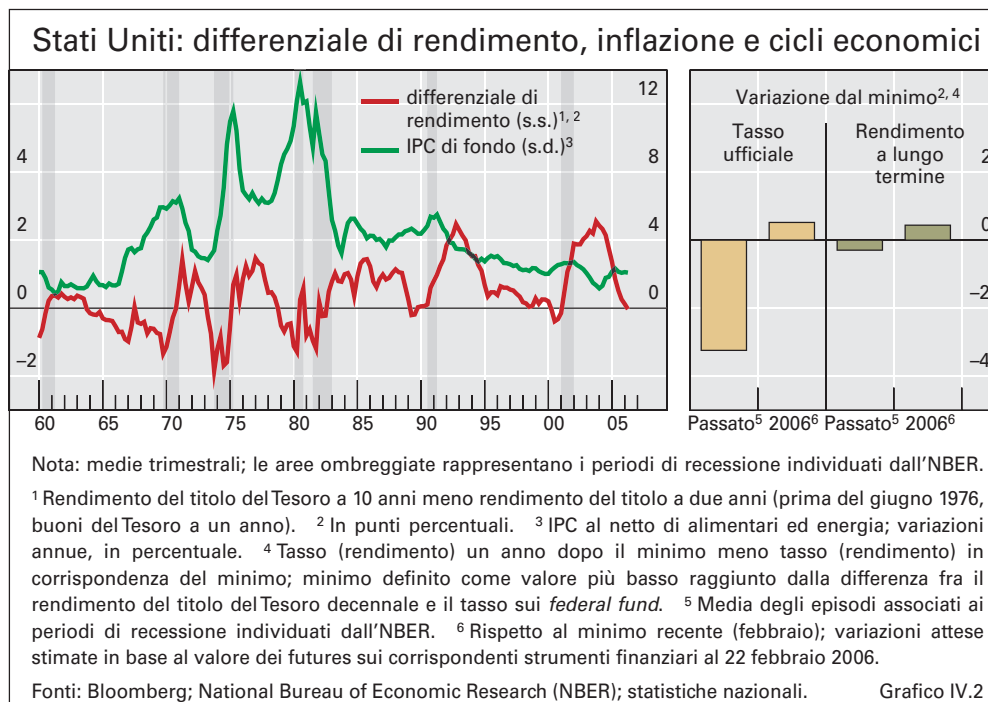
Nonostante il favorevole giudizio sul modo in cui l'attuale ciclo di restrizione monetaria era stato orchestrato, il comitato ha vagliato la possibilità di uno sconfinamento del tasso ufficiale tanto verso il basso quanto verso l'alto. Prima dell'ultimo scorcio del 2005, quando il comitato ha cessato di definire accomodante la politica monetaria, alcuni membri avevano iniziato a sostenere che, tenendo pienamente conto dello sfasamento temporale con cui agisce il meccanismo di trasmissione, non si poteva escludere che i tassi ufficiali avessero già raggiunto il livello compatibile con una crescita pari al potenziale. Nondimeno, le successive manovre stanno a indicare che la maggioranza del comitato continuava a temere il rischio di inflazione.

Tra le maggiori fonti di rischio per le prospettive economiche sono stati individuati gli alti prezzi delle abitazioni e gli ingenti oneri debitori delle famiglie, malgrado fossero emersi segni di un raffreddamento del mercato degli immobili residenziali. Un'importante questione per la Federal Reserve era se tali sviluppi richiedessero una risposta della politica monetaria più restrittiva rispetto al passato, data la possibilità che le abitazioni fossero ormai decisamente sopravvalutate. Nell'esaminare la questione, il comitato ha convenuto che, in linea di principio, l'evoluzione dei prezzi abitativi dovesse essere tenuta

... il pericolo di uno sconfinamento del tasso ufficiale è soppesato ...

... a fronte dei rischi per la stabilità dei prezzi

Le fonti di rischio sono i prezzi delle abitazioni, i livelli di debito ...



in conto nel momento in cui costituisse una minaccia per gli obiettivi fondamentali di stabilità dei prezzi e di crescita durevole dell'economia. Nondimeno, esso ha anche concluso che una reazione a possibili distorsioni di prezzo in quella fase non avrebbe probabilmente contribuito nell'insieme al conseguimento degli obiettivi primari. Le incertezze nel valutare il livello appropriato e la probabile direzione dei prezzi di tali attività sono state giudicate generalmente troppo ampie per consentire alla Federal Reserve di agire con sufficiente sicurezza.

... e l'appiattimento della curva dei rendimenti

Anche l'appiattimento della curva dei rendimenti ha costituito un fattore di preoccupazione, poiché i differenziali di tasso erano scesi a livelli non più riscontrati dalla recessione del 2001. In passato, una simile configurazione della struttura per scadenze aveva costituito un segnale alquanto attendibile di una recessione imminente (grafico IV.2, diagramma di sinistra). In questa occasione, tuttavia, le dinamiche alla base dei differenziali sono apparse diverse per almeno due importanti aspetti. Primo, mostrando di tenere sotto controllo le spinte inflazionistiche, la Federal Reserve ha moderato le aspettative di un *overshooting* del tasso ufficiale (grafico IV.2, diagramma di destra). Secondo, i tassi di interesse nominali a lungo termine sono rimasti alquanto stabili rispetto a precedenti periodi di restrizione, pur essendo aumentati sensibilmente verso la fine del periodo in rassegna. Ciò significa che il grado di inasprimento associato all'inversione della curva è stato inferiore alla norma. Considerati congiuntamente, questi sviluppi sollevano dubbi sulla perdurante affidabilità di tale indicatore (si veda il Capitolo IV della 75^a *Relazione annuale*). Quanto alle implicazioni per la politica monetaria di un appiattimento della curva dei rendimenti, esse dipendono dai fattori ritenuti responsabili delle mutate dinamiche. Purtroppo, anche questi fattori sono difficili da accertare con sicurezza (Capitolo VI).

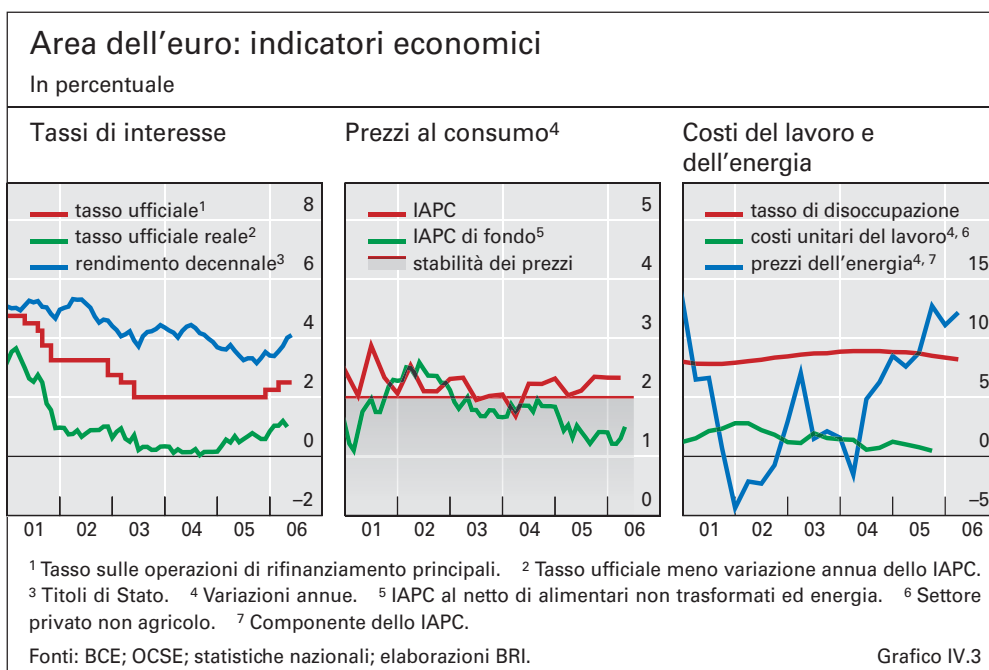
Area dell'euro

La BCE comincia a innalzare i tassi ...

Nonostante due incrementi del tasso ufficiale, nel periodo in rassegna le condizioni monetarie nell'area dell'euro sono rimaste molto espansive. Il primo rialzo di 25 punti base nel dicembre 2005 è intervenuto dopo due anni e mezzo durante i quali il tasso ufficiale era stato mantenuto al livello storicamente basso del 2%. Perlopiù in risposta al manifestarsi di crescenti rischi per la stabilità dei prezzi, nel marzo 2006 la BCE ha deciso un ulteriore aumento di 25 punti base, che a fine periodo collocava il tasso ufficiale al 2,5% (grafico IV.3). Le decisioni della BCE rispecchiano le valutazioni basate sui due pilastri della sua strategia, l'uno focalizzato sulla stabilità dei prezzi a breve termine, l'altro sulle tendenze dell'inflazione nel più lungo periodo, segnalate dall'analisi monetaria.

... sulla base di preoccupazioni a breve per l'inflazione generale ...

Per quanto concerne il primo pilastro, si è reputato che la crescita economica avesse guadagnato vigore nell'arco del periodo, nonostante una certa volatilità su base trimestrale. Tale evoluzione, insieme all'aumento dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) oltre il 2%, limite superiore della definizione quantitativa di stabilità dei prezzi della BCE, faceva ritenere che il grado di condiscendenza monetaria fosse sempre più incompatibile con il mantenimento di tale stabilità. Da parte della



BCE era stato espresso anche il timore che l'elevato e forse crescente prezzo del petrolio potesse ancora trasmettersi ai prezzi al consumo, con il pericolo che i movimenti dei prezzi relativi si ripercuotessero a loro volta sulle contrattazioni salariali, causando effetti di secondo impatto. Tali preoccupazioni rispecchiavano in parte l'enfasi posta dalla BCE sull'inflazione generale, giacché quella di fondo era bassa e decrescente e le aspettative inflazionistiche apparivano ben ancorate.

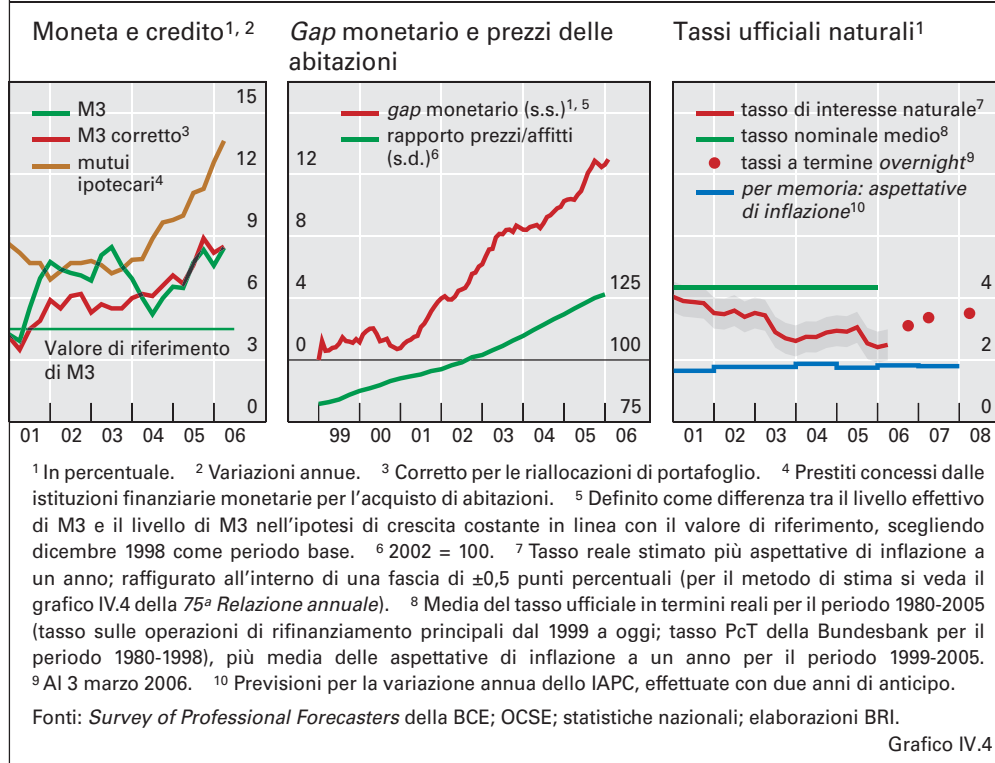
A rafforzare le preoccupazioni della BCE contribuivano anche gli andamenti monetari. L'aggregato monetario ampio M3 continuava a crescere a un ritmo di gran lunga superiore al valore di riferimento considerato coerente con la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine (grafico IV.4). Già agli inizi di questo decennio si era osservata una rapida espansione dell'aggregato, peraltro attribuita in gran parte a fattori tecnici. In particolare, i residenti dell'area dell'euro avevano ristrutturato i loro portafogli a scapito delle azioni e a favore di strumenti monetari, mostrando di preferire attività sicure e più liquide. Tuttavia, anche al venir meno di simili aggiustamenti tecnici, M3 aveva continuato a espandersi a ritmi molto sostenuti. In effetti, lo scorso anno il suo tasso di crescita depurato delle ricomposizioni di portafoglio ha toccato un nuovo livello massimo, quasi doppio rispetto al valore di riferimento.

In aggiunta agli allarmanti segnali trasmessi da M3, anche l'espansione del credito al settore privato, specie i mutui ipotecari alle famiglie, è rimasta elevata. Si è ritenuto che il livello persistentemente basso dei tassi di interesse avesse contribuito al dinamismo del mercato immobiliare, dando luogo in taluni casi a eccezionali tassi di incremento dei prezzi (Capitolo VII). Francia, Irlanda, Italia e Spagna hanno continuato a registrare apprezzamenti annui superiori al 10%. I calcoli effettuati dalla stessa BCE indicano che la sopravvalutazione delle abitazioni nell'area dell'euro non ha pari negli ultimi vent'anni.

... e di considerazioni a più lungo termine circa gli aggregati monetari ...

... il credito, i prezzi delle attività ...

Area dell'euro: analisi monetaria e politica monetaria



Data l'interazione tra prezzi delle attività, espansione del credito e stabilità monetaria, come evidenziato nel quadro concettuale di riferimento della politica della BCE, tali sviluppi sono stati interpretati come segnali di rischio per la stabilità dei prezzi e la crescita economica nel più lungo periodo.

... e gli squilibri mondiali

La BCE ha considerato anche gli sviluppi esterni come possibile fonte di problemi. In particolare, la correzione degli squilibri mondiali è stata percepita come un rischio poco probabile ma potenzialmente molto negativo per l'attività economica nell'area dell'euro. Era pertanto necessario valutarne le eventuali ripercussioni sulla stabilità dei prezzi, insieme ai rischi inflazionistici risultanti dall'analisi monetaria.

Cautela nella strategia di comunicazione

La BCE ha fatto ampio affidamento sulla strategia di comunicazione per illustrare il proprio processo decisionale, specie nel momento in cui si andavano consolidando le aspettative di un'imminente svolta nel ciclo di politica monetaria. Essa ha tuttavia mostrato una certa cautela nel fornire valutazioni prospettiche esplicite sulla direzione dei tassi ufficiali. In diverse conferenze stampa i funzionari della BCE hanno precisato che il Consiglio direttivo non aveva preso decisioni *ex ante* sulle future manovre dei tassi ufficiali e non si trovava quindi nella condizione di poter preannunciare una sequenza di rialzi. Questa linea di condotta era in netto contrasto con gli sforzi compiuti di recente dalla Federal Reserve e dalla Bank of Japan per fornire maggiori indicazioni, se non altro qualitative, sulla probabile direzione dei tassi ufficiali in occasione delle periodiche riunioni monetarie. Da parte sua, la BCE temeva che simili dichiarazioni potessero essere erroneamente interpretate come un impegno ad attenersi a un determinato corso. Inoltre, essendo più sporadiche

le manifestazioni di “eccessi” nei mercati finanziari dell’area dell’euro rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, si poteva ritenere che gli eventuali benefici di un’azione di guida così esplicita sarebbero stati minori. In ogni caso, di fronte alla reiterata enfasi posta dalla BCE sui rischi per la stabilità dei prezzi, le previsioni dei mercati si sono orientate verso ulteriori rialzi dei tassi nell’anno in corso e in quello successivo.

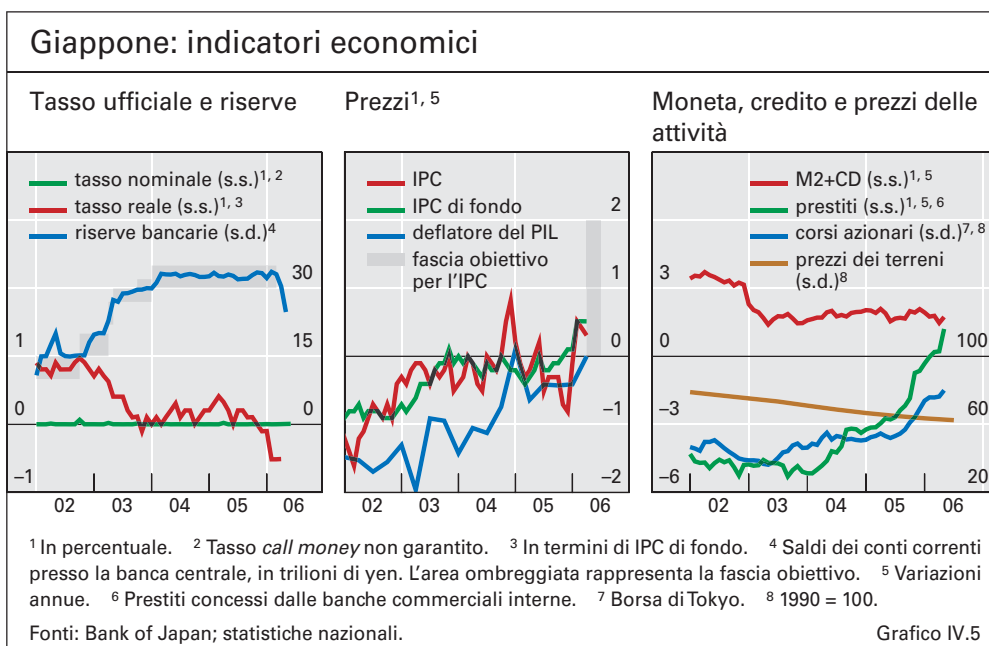
Giappone

La Bank of Japan ha mantenuto un orientamento monetario molto accomodante, in attesa di più solidi elementi che comprovassero l’esaurirsi delle forze deflative. Per gran parte del periodo la banca centrale ha proseguito nella sua politica di allentamento quantitativo, adottata nel 2001 in circostanze eccezionali e basata sulla fissazione di un obiettivo operativo per i saldi di conto corrente detenuti dalle banche presso di essa. Tale obiettivo, rimasto invariato nel 2005 e agli inizi del 2006 a ¥30-35 trilioni, era considerevolmente superiore al fabbisogno necessario ad assicurare che il tasso *overnight* restasse praticamente a livello zero (grafico IV.5). L’intento iniziale dello schema di allentamento quantitativo era principalmente quello di evitare una possibile spirale deflazionistica in una situazione di fragilità del settore finanziario. Sulla base di questo criterio, la banca centrale ha concluso agli inizi di quest’anno che lo schema era riuscito nel suo scopo.

Nel marzo 2006 la Bank of Japan ha posto fine alla politica di allentamento quantitativo, ripristinando uno schema operativo più tradizionale basato su un obiettivo in termini di tasso sui crediti *overnight* (non garantiti). In occasione del cambiamento di strategia, la banca centrale ha sottolineato l’intenzione di mantenere il nuovo obiettivo allo 0% per un certo lasso di tempo, pur creando le premesse per un drenaggio di riserve libere dal sistema bancario. In effetti, da allora il calo delle riserve libere detenute presso la banca centrale è stato rapido. Ciò nondimeno, con l’attenuarsi delle spinte

La Bank of Japan mantiene un orientamento distensivo con l’indebolirsi delle pressioni deflazionistiche ...

... ponendo fine all’allentamento quantitativo, ma lasciando i tassi a livelli storicamente bassi



deflazionistiche e infine il ripristino di una tendenza ascendente dei prezzi nel corso del periodo, il tasso ufficiale reale è diminuito a livelli non più riscontrati da molti anni. La Bank of Japan ha riconosciuto che ciò avrebbe impartito un ulteriore stimolo monetario a supporto di un'attività economica che stava acquistando slancio.

Alla base della decisione di cambiare rotta vi era il crescente ottimismo circa un miglioramento del canale di trasmissione della politica monetaria, sebbene non fossero stati dissipati tutti i dubbi. La fascia obiettivo per i saldi di conto corrente si traduceva in incrementi solo modesti di M2 e del credito al settore privato. Purtuttavia, l'accumularsi dei segnali di un ritorno a condizioni economiche e finanziarie normali ha fatto pendere l'ago della bilancia a favore dell'adozione di un assetto più convenzionale di politica monetaria.

La Bank of Japan ha poi presentato due ulteriori elementi fondamentali del suo nuovo quadro operativo. Anzitutto ha chiarito la sua posizione in merito alla stabilità dei prezzi, definendola in termini qualitativi come una situazione in cui le famiglie e le imprese possono prendere decisioni economiche senza dover temere oscillazioni del livello generale dei prezzi. Sul piano operativo, il Policy Board ha interpretato questo concetto come corrispondente a un intervallo di crescita dell'inflazione dello 0-2%. Ci si attendeva che una maggiore chiarezza sugli obiettivi inflazionistici avrebbe contribuito a orientare le dinamiche dei prezzi e dei salari in direzione degli obiettivi monetari. Data l'esperienza deflazionistica del Giappone, sono state naturalmente sollevate riserve in merito al limite inferiore della fascia. La Bank of Japan ha dichiarato che avrebbe riesaminato regolarmente la fascia, riconoscendo che in futuro avrebbe potuto rendersi necessario un più ampio margine di sicurezza contro il rischio di calo dei prezzi.

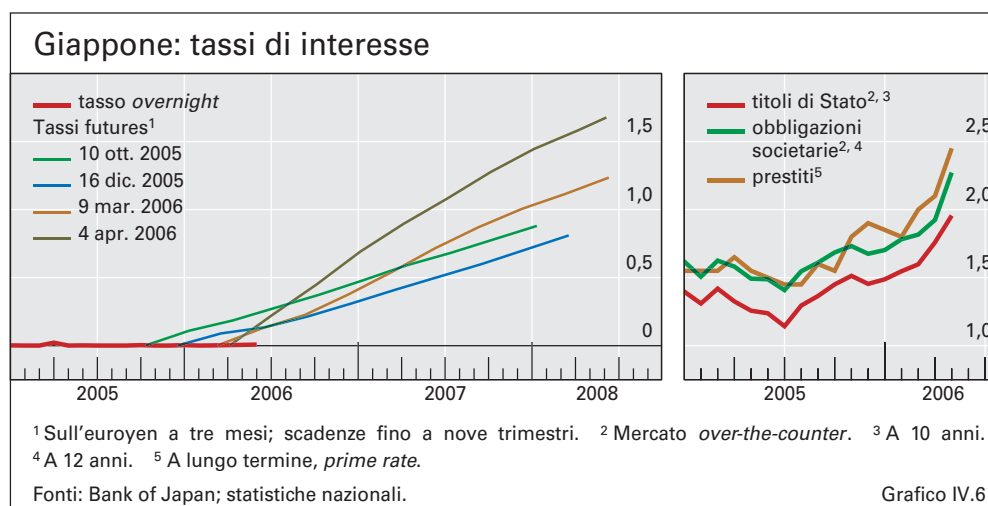
In secondo luogo, la Bank of Japan ha illustrato l'approccio "a due prospettive" adottato per la conduzione della politica monetaria. La prima è incentrata su una valutazione dell'indirizzo monetario alla luce degli andamenti attesi dell'attività economica e dell'inflazione su un orizzonte di 1-2 anni. La seconda si focalizza sui rischi a più lungo termine che potrebbero richiedere una maggiore flessibilità nella condotta monetaria. L'esperienza aveva mostrato come il solo controllo dell'inflazione a breve termine non bastasse a evitare

Migliore funzionamento del canale di trasmissione della politica monetaria

Un assetto monetario più convenzionale pone l'accento ...

... su una fascia prescelta per l'inflazione ...

... e su un approccio a due prospettive



ampie oscillazioni nei prezzi delle attività e significativi cambiamenti nel contesto finanziario, che potevano costituire una minaccia per una crescita durevole e per la stabilità dei prezzi su orizzonti più lunghi.

Sebbene la Bank of Japan avesse dichiarato che il nuovo schema non avrebbe dovuto provocare brusche variazioni dei tassi a breve, i mercati hanno reagito puntando su un rialzo dei tassi a lunga (grafico IV.6); sono stati inoltre osservati aumenti nei mercati del debito sia pubblico che privato. I movimenti sono in parte riconducibili a dichiarazioni ufficiali, secondo cui i tassi di riferimento avrebbero finito per subire un "graduale aggiustamento" dopo essere rimasti ancorati a zero per un certo periodo, nonché a una rivalutazione delle prospettive economiche da parte del mercato.

I mercati anticipano un aumento dei tassi ufficiali

Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame molte banche centrali di economie industriali avanzate con obiettivi quantitativi espliciti di inflazione hanno proceduto a rialzi dei tassi ufficiali. In alcuni casi, la manovra pare essere stata dettata da un lieve rialzo dell'inflazione generale, in gran parte a causa dei prezzi dell'energia. Per contro, l'inflazione di fondo è rimasta generalmente bassa (grafico IV.7), e in taluni paesi si situava ben al disotto degli obiettivi prefissati.

Molte banche centrali innalzano i tassi

Queste banche centrali si sono trovate ad affrontare una serie di rischi comuni. Anzitutto, l'incertezza circa l'evoluzione e l'impatto dei corsi energetici accresceva i timori per la stabilità dei prezzi, specie nel caso in cui avessero cominciato ad agire effetti di secondo impatto. In secondo luogo, hanno preoccupato le autorità monetarie le eventuali ripercussioni di un rallentamento impreveduto in due importanti economie trainanti dell'attività economica mondiale, la Cina e gli Stati Uniti. Le potenziali implicazioni sfavorevoli degli ampi e crescenti squilibri esterni a livello internazionale sono state alla base di tali timori (Capitolo V). In terzo luogo, le valutazioni già elevate degli immobili residenziali hanno continuato a salire, raggiungendo livelli che apparivano sempre più insostenibili, con il rischio che si materializzasse uno scenario *boom-bust*. Se da un lato è da considerare positivo il più lento tasso di apprezzamento degli immobili in Australia e nel Regno Unito, dall'altro desta tuttora preoccupazione la continua tendenza al rialzo del rapporto debito/reddito delle famiglie, specie nella prospettiva di un ulteriore inasprimento monetario in alcuni paesi.

Tra i maggiori rischi figurano gli alti corsi dell'energia ...

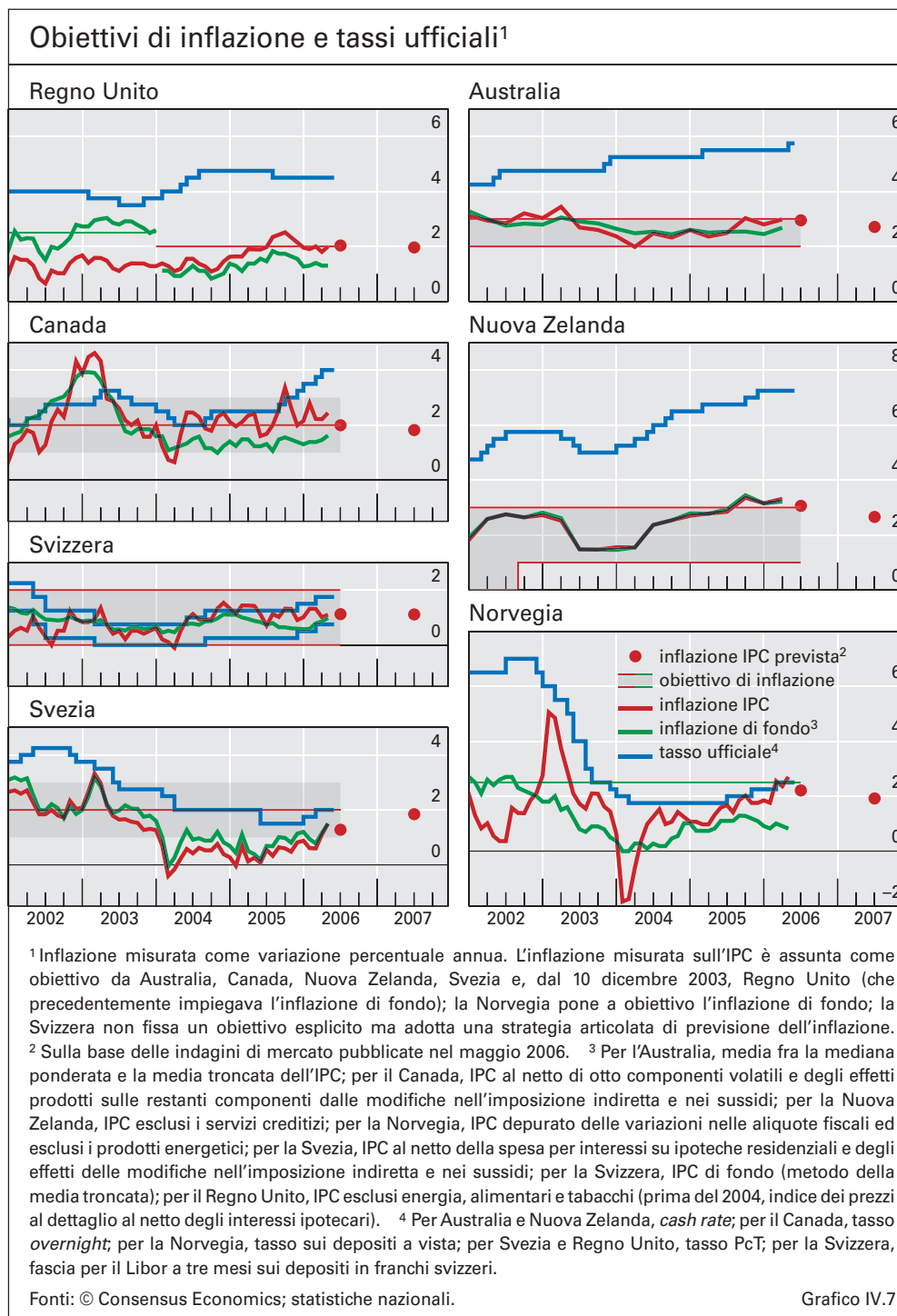
... gli squilibri mondiali ...

... e gli elevati prezzi delle abitazioni

Esistono ovviamente differenze tra queste economie. Il grado di inasprimento è stato relativamente maggiore da parte delle banche centrali i cui tassi ufficiali erano scesi quasi ai minimi storici all'inizio del periodo in esame. La Bank of Canada, per esempio, ha effettuato la manovra più ampia, portando il tasso *overnight* dal 2,5% nel settembre 2005 al 4% nell'aprile 2006 in sei tappe successive. Con un'economia prossima ai limiti di capacità e un'inflazione posizionata nella parte superiore della fascia obiettivo, si è ritenuto necessario procedere a una normalizzazione dei tassi ufficiali, nonostante il significativo apprezzamento del dollaro canadese rispetto alla moneta statunitense e il basso livello dell'inflazione di fondo.

Il Canada aumenta i tassi a più riprese

Anche le banche centrali di Norvegia e Svezia hanno attuato manovre di inasprimento, ma di ampiezza più modesta. La prima ha effettuato tre rialzi del



In Norvegia, Svezia e Svizzera leggeri rialzi dei tassi ufficiali da livelli bassi

tasso sui depositi a vista, ciascuno di 25 punti base, portandolo al 2,5% nel marzo 2006, in risposta a una forte crescita dell'economia norvegese che è parsa richiedere un indirizzo monetario meno espansivo. Sebbene l'inflazione di fondo sia rimasta ben al disotto dell'obiettivo, l'indice generale dei prezzi al consumo è salito. Inoltre, a partire dal novembre 2005 la banca centrale ha cominciato a pubblicare una proiezione dell'andamento futuro dei tassi ufficiali, sull'esempio della Reserve Bank of New Zealand che nel 1998 aveva iniziato a fornire al pubblico informazioni quantitative prospettiche sul probabile

orientamento monetario. Negli auspici della banca centrale norvegese, la nuova prassi avrebbe dovuto migliorare la prevedibilità e l'efficacia della politica monetaria, fornendo un ancoraggio alle aspettative inflazionistiche. Tuttavia, la banca manifestava anche talune preoccupazioni al riguardo, temendo in particolare che tali proiezioni venissero erroneamente interpretate come un impegno esplicito, in quanto ciò avrebbe potuto complicare la conduzione della politica monetaria. La Sveriges Riksbank ha innalzato il tasso ufficiale al 2% con due ritocchi di 25 punti base ciascuno, in considerazione della dinamica sostenuta di consumi delle famiglie, investimenti aziendali e domanda estera. Nello stesso tempo, l'inflazione sia di fondo che generale si è mantenuta leggermente al disotto del limite inferiore della fascia obiettivo per gran parte del periodo e sono risultate contenute anche le pressioni dal lato dei costi.

La Banca nazionale svizzera, i cui tassi si collocavano inizialmente al livello più basso fra queste economie, ha innalzato la fascia obiettivo di 50 punti base allo 0,75-1,75%. Le autorità hanno ritenuto che la ripresa economica interna si stesse consolidando grazie a una serie di fattori, come la robusta domanda mondiale, una migliorata situazione occupazionale, la più intensa attività di investimento delle imprese e i sostenuti consumi privati. Ciò nondimeno, l'inflazione è rimasta bassa e stabile.

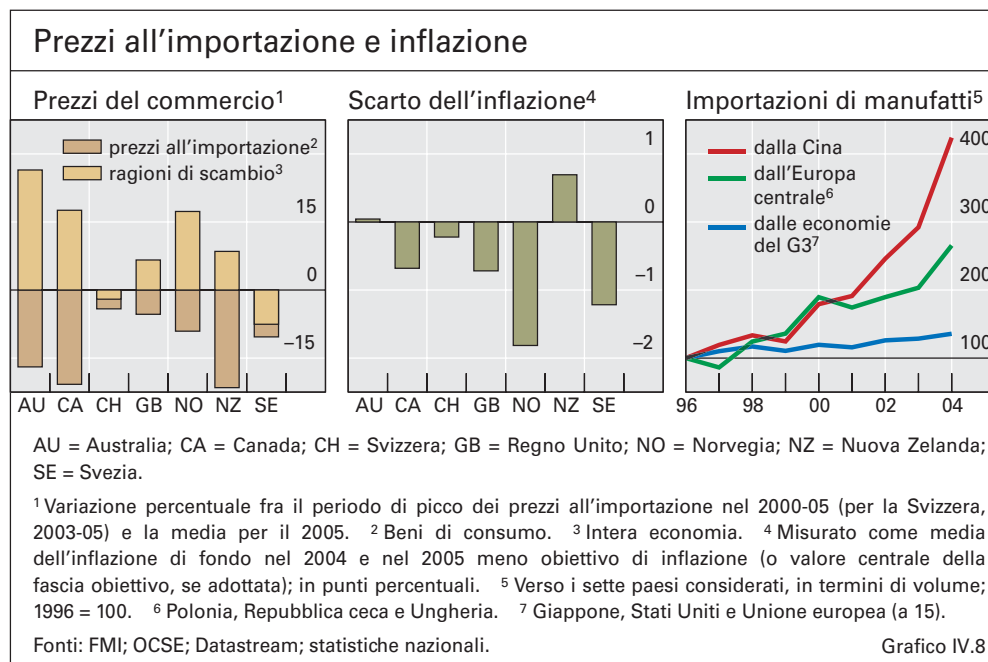
Le banche centrali di paesi che si trovano in una fase più avanzata del ciclo e in cui le condizioni monetarie erano già state considerevolmente inasprite hanno apportato correzioni solo modeste ai tassi ufficiali. La Bank of England è stata l'unica a ridurre il tasso ufficiale, con un taglio di 25 punti base in agosto che lo ha portato al livello del 4,5%, rimasto da allora invariato. La riduzione è stata motivata da una crescita del PIL inferiore al *trend* e da un indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro, che avrebbero potuto far scendere l'inflazione al disotto del livello obiettivo.

Analogamente a quanto è avvenuto in vari altri paesi con obiettivi di inflazione espliciti, in maggio la Reserve Bank of Australia ha innalzato il tasso ufficiale, di 25 punti base, al 5,75%. Si prevedeva che la crescita sarebbe rallentata leggermente e che il grado di utilizzo della capacità sarebbe rimasto alto. L'inflazione di fondo si è mantenuta moderata, in gran parte per effetto degli impulsi disinflazionistici derivanti dai più stretti legami economici con la Cina, mentre l'inflazione generale si è attestata in prossimità del limite superiore della fascia obiettivo per buona parte del periodo. In Nuova Zelanda la crescita è rallentata, da ritmi peraltro sostenuti, in seguito a un indebolimento dell'attività delle imprese e a segni di raffreddamento del mercato delle abitazioni. Ciò nonostante, l'inflazione ha oltrepassato l'obiettivo, sospinta da persistenti incrementi dei prezzi e pressioni sui costi. La Reserve Bank of New Zealand ha innalzato il *cash rate* ufficiale di 25 punti base sia in ottobre che in dicembre, portandolo al 7,25%, il livello più alto in questo gruppo di paesi industriali avanzati.

L'esperienza di queste due ultime economie mette in risalto un dilemma comune ai paesi ricchi di materie prime che si trovano a dover fronteggiare una combinazione di prezzi crescenti delle attività e delle materie prime. Da un lato, un aumento dei tassi ufficiali potrebbe moderare i fattori interni di

I tassi di Regno Unito, Australia e Nuova Zelanda restano piuttosto alti

Le scelte monetarie sono complicate dai flussi finanziari globali ...



surriscaldamento. Tuttavia, una simile risposta tenderebbe ad attirare flussi di capitali internazionali – non da ultimo attraverso operazioni di *carry trade* (Capitolo V) –, a favorire un apprezzamento del cambio e fors'anche ad aggravare i problemi di bilancia corrente. Ciò accrescerebbe il rischio di afflussi finanziari potenzialmente destabilizzanti. L'esperienza recente della Nuova Zelanda ha mostrato appunto come possano essere dirompenti gli effetti di un'inversione di tali afflussi. D'altra parte, un livello più basso dei tassi ufficiali rischia di far salire i già esuberanti prezzi delle attività, e con essi la probabilità di bolle speculative.

Anche altri influssi di natura globale hanno gravato sulle scelte di politica monetaria di alcuni paesi. In particolare, vi era il timore che l'imprevista persistenza delle pressioni al ribasso sull'inflazione originate dalla concorrenza mondiale nei mercati dei beni di consumo e dei servizi, nonostante gli elevati prezzi dell'energia e delle materie prime, causasse una certa tendenza a mancare per difetto gli obiettivi di inflazione (grafico IV.8). Questi sviluppi positivi dal lato dell'offerta rispecchiavano in ampia misura un importante cambiamento nella struttura delle importazioni, con la Cina e alcune economie di recente industrializzazione dell'Europa centrale e orientale nel ruolo di fornitrici di volumi rapidamente crescenti di manufatti a basso costo.

Simili forze globali hanno consentito di mantenere i tassi ufficiali a livelli più bassi di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, ma hanno evidentemente accentuato le preoccupazioni interne causate dai crescenti livelli dei prezzi delle attività e dell'indebitamento, che potrebbero rendere necessari nuovi rialzi dei tassi ufficiali. Nello stesso tempo, una manovra restrittiva accrescerebbe la probabilità di uno scostamento per difetto dall'obiettivo di inflazione. Con un tasso di aumento dei prezzi al limite inferiore dei rispettivi *target*, le banche centrali di Norvegia e Svezia si trovano alle prese con un simile dilemma di politica monetaria già da qualche tempo.

... così come dalle pressioni disinflazionistiche dall'estero

Globalizzazione e politica monetaria

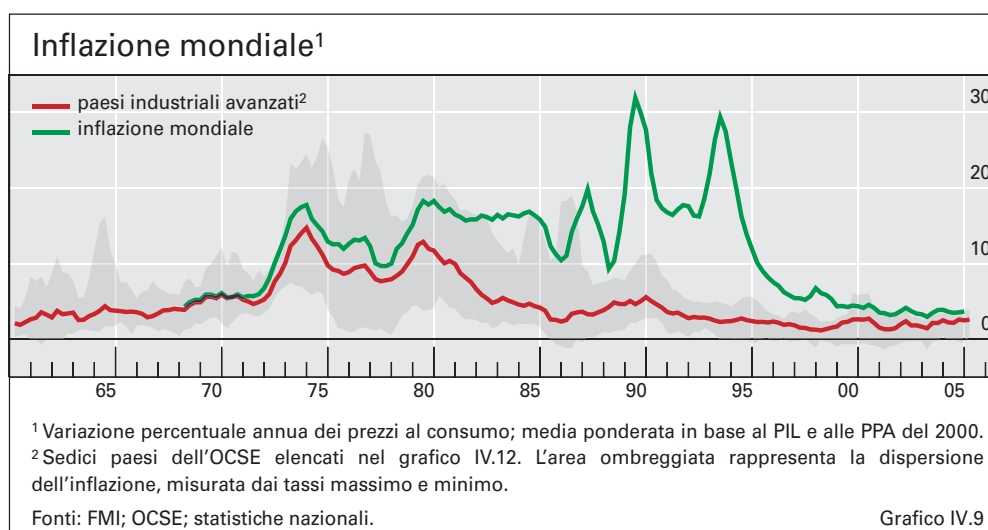
Se nel periodo in esame le banche centrali hanno prestato particolare attenzione a ogni segnale interno di rischio per la stabilità dei prezzi, esse hanno altresì considerato gli sviluppi internazionali come una possibile fonte di pressioni compensative al fine di mantenere un'inflazione bassa e stabile. In effetti, è almeno dalla metà degli anni novanta che le banche centrali assegnano un peso crescente alle potenziali implicazioni per gli andamenti macroeconomici interni, e per l'inflazione in particolare, del processo di integrazione reale e finanziaria dell'economia mondiale ("globalizzazione"). Nei primi anni di quel decennio si avviava risolutamente l'integrazione della Cina, dell'India e dell'ex blocco sovietico nell'economia mondiale, accelerando significativamente la dinamica della globalizzazione. È possibile che questo processo stia contribuendo a moderare le forze inflazionistiche e a tenere sotto più stretto controllo l'andamento dei prezzi? E quali nuove sfide potrebbe ancora comportare per la politica monetaria?

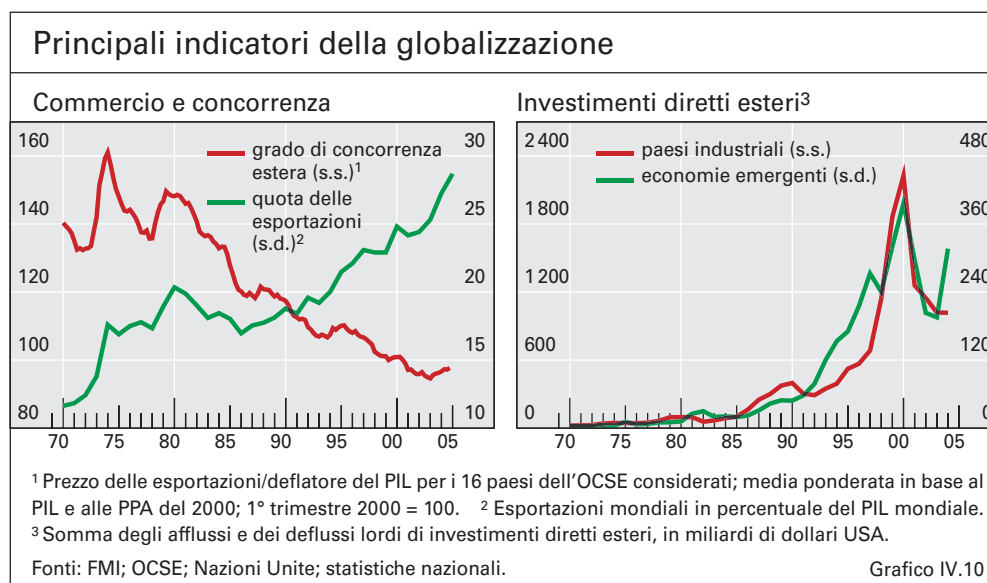
La globalizzazione rende più difficile la conduzione della politica monetaria

Questa sezione approfondisce tali tematiche, esaminando in sequenza: il modo in cui la globalizzazione potrebbe aver accresciuto gli incentivi delle banche centrali ad assicurare la stabilità dei prezzi e la loro capacità di farlo; le alterazioni che potrebbe aver prodotto nel contenuto informativo dei tradizionali parametri di riferimento per l'impostazione della politica monetaria; l'influsso che può aver esercitato sul meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e sul margine di manovra delle banche centrali. Da ultimo vengono esaminati le sfide e i rischi che si prospettano per il futuro, insieme alle possibili risposte sul piano delle politiche.

Globalizzazione, incentivi delle banche centrali e stabilità dei prezzi

Un aspetto di rilievo del processo disinflazionistico mondiale nell'arco degli ultimi due decenni è stata la sua ampiezza (grafico IV.9). Non vi è dubbio che la determinazione delle banche centrali nel combattere la crescita dei prezzi, dopo gli insegnamenti appresi all'epoca della Grande Inflazione, ha costituito un elemento fondamentale alla base di tale processo (si veda la 75^a Relazione





annuale). Eppure, le sorprendenti analogie tra i paesi, nonostante la grande disparità esistente negli assetti della politica monetaria, nei regimi di cambio e nella configurazione di altre forze influenti sull'economia, fanno ritenere che vi sia stato anche un importante concorso di altri fattori comuni. Fra questi, la globalizzazione emerge come il candidato naturale.

La globalizzazione ha influenzato il processo inflativo in vari modi:

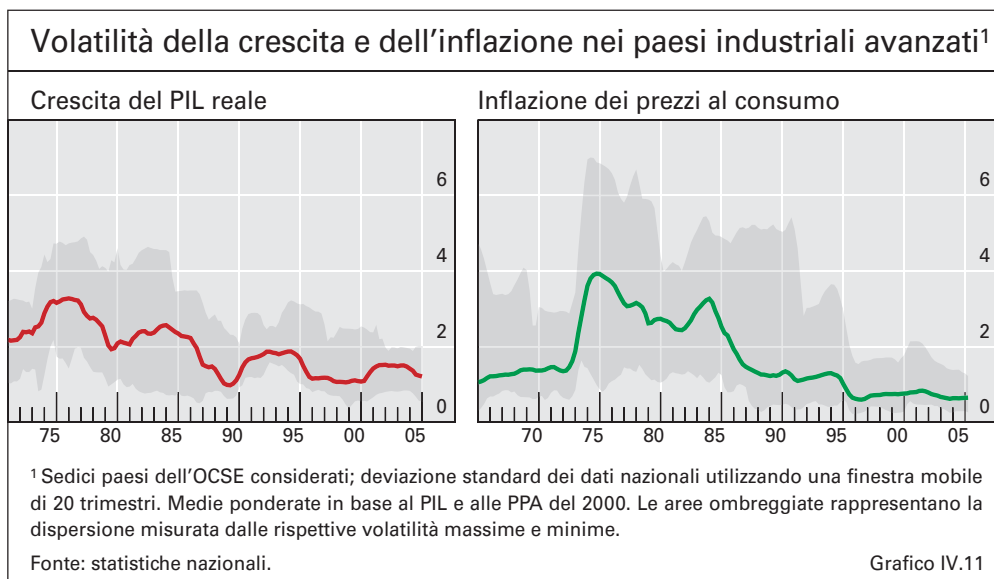
Vi sono vari modi in cui la globalizzazione può aver aiutato le banche centrali a ridurre e a mantenere bassa l'inflazione. Alcuni sono diretti; ad esempio, la più serrata concorrenza mondiale nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori e i maggiori investimenti all'estero (grafico IV.10) hanno sicuramente influito sul processo di formazione dei salari e dei prezzi e, di conseguenza, sulla dinamica dell'inflazione nei paesi industriali (Capitolo II). Altri canali sono più indiretti e hanno implicazioni meno percettibili, ma probabilmente più durature, che si estrinsecano in gran parte attraverso un rafforzamento degli incentivi delle banche centrali a conseguire e mantenere prezzi stabili. Se ne possono individuare almeno cinque.

abbassando i costi della disinflazione ...

Primo, la globalizzazione può aver ridotto in misura significativa i costi della disinflazione, contribuendo quindi ad accelerarla. Essa ha comportato una serie di sviluppi favorevoli dal lato dell'offerta nei centri di produzione a basso costo in tutto il mondo, che si sono tradotti a un tempo in minori pressioni sui prezzi e in un aumento della produzione. Assecondando questi effetti e contrastando gli influssi sfavorevoli, le banche centrali hanno potuto ridurre opportunisticamente i costi in termini di prodotto e di occupazione della lotta antinflazionistica.

... moderando le oscillazioni cicliche interne ...

Secondo, mentre i progressi compiuti nella conduzione della politica monetaria hanno certamente promosso una maggiore stabilità del prodotto in molte economie (grafico IV.11), è probabile che questo si debba anche alla globalizzazione. Essa ha ampliato il ventaglio di opzioni che si offrono alle imprese e agli investitori per diversificare i rischi associati a specifici paesi. Inoltre, i canali di offerta mondiali hanno contribuito a mitigare gli effetti dei vincoli di capacità in determinate economie. Nella misura in cui la



globalizzazione ha temperato le oscillazioni del ciclo, essa ha naturalmente favorito anche l'obiettivo della stabilità dei prezzi delle banche centrali.

Terzo, la globalizzazione può aver imposto una maggiore disciplina ai responsabili delle politiche. L'integrazione economica e finanziaria tende di per sé ad accrescere i costi derivanti da più lenti progressi verso il conseguimento di buoni risultati macroeconomici in generale e della stabilità dei prezzi in particolare. Una buona performance significa che maggiori risorse globali confluiscono nella crescita e la sostengono; risultati mediocri implicano viceversa un deflusso, talvolta rapido e destabilizzante, di risorse globali. Le crisi economiche e finanziarie del passato stanno a dimostrare la capacità dei mercati internazionali di penalizzare i paesi le cui politiche sono giudicate poco sane.

... premiando una buona performance economica ...

Quarto, è possibile che la globalizzazione abbia reso le banche centrali più disposte a tollerare livelli di inflazione molto bassi. Ciò in quanto essa ha anche ridotto i costi che comporta la deflazione. La crescente concorrenza mondiale ha contribuito a rendere più efficienti i mercati dei fattori e dei beni finali. Essa ha inoltre incentivato le riforme istituzionali che promuovono la flessibilità dei mercati, e in particolare quelle destinate a ridurre le rigidità verso il basso dei salari e dei prezzi. Di conseguenza, ha reso meno preoccupante la prospettiva di una modesta deflazione, in gran parte perché anche in quelle circostanze i margini di profitto possono essere mantenuti. A questo riguardo, la Bank of Japan ha recentemente posto in rilievo il grado di flessibilità del mercato quale criterio fondamentale per determinare la fascia di valori dell'inflazione compatibili con la stabilità dei prezzi.

... riducendo le rigidità verso il basso ...

Infine, la globalizzazione può aver agito nel senso di accrescere la credibilità delle banche centrali. Accelerando la disinflazione e controbilanciando altre forze inflative attraverso i summenzionati meccanismi, la globalizzazione può aver rafforzato la fiducia del pubblico nelle credenziali antinflazionistiche delle banche centrali. Ciò a sua volta potrebbe aver favorito un miglior controllo del processo inflazionistico da parte delle autorità monetarie, contribuendo a

... e rafforzando la credibilità delle banche centrali

conformare le aspettative di consumatori, lavoratori e investitori a quelle della banca centrale, in un processo che tende ad autorafforzarsi. È presumibile che un simile circolo virtuoso abbia consentito di ancorare più saldamente le aspettative inflazionistiche.

Questo e altri meccanismi potrebbero naturalmente agire in direzione contraria nel caso in cui dovessero seriamente aumentare le resistenze opposte alla globalizzazione. Sebbene non si possa escludere una simile eventualità, finora la tendenza verso una maggiore integrazione mondiale non si è arrestata.

Globalizzazione e tradizionali indicatori di politica monetaria

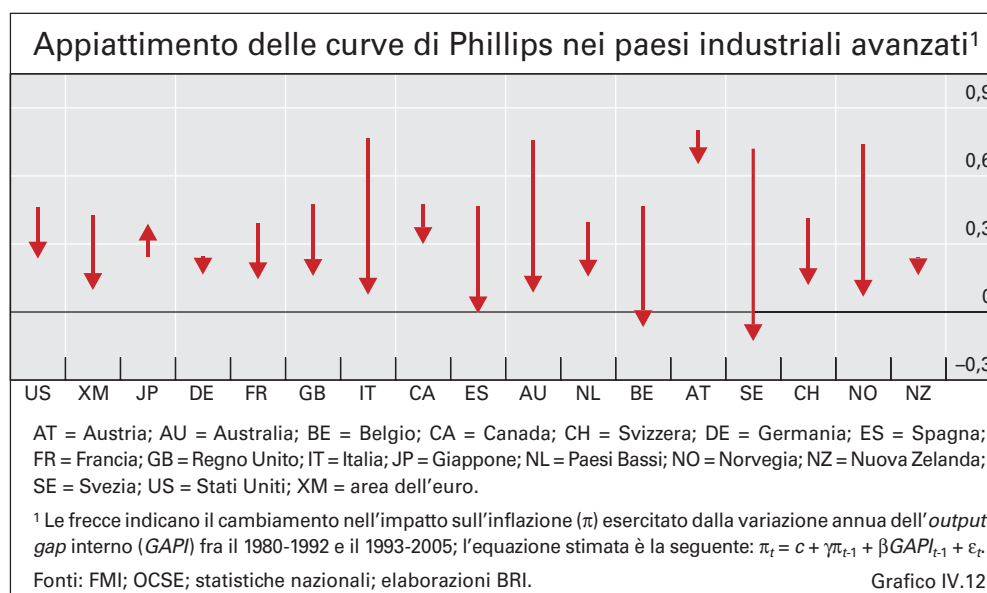
È logico pensare che l'influenza pervasiva della globalizzazione sulle economie nazionali possa aver avuto significative ripercussioni sui tradizionali indicatori della politica monetaria. Le banche centrali fanno affidamento su questi parametri per valutare le pressioni inflazionistiche e impostare il corso della politica monetaria. Tali indicatori comprendono, in particolare, le misure del sottoimpiego interno dei fattori, come lo scostamento del prodotto e della disoccupazione dai valori tendenziali, e il tasso naturale di interesse.

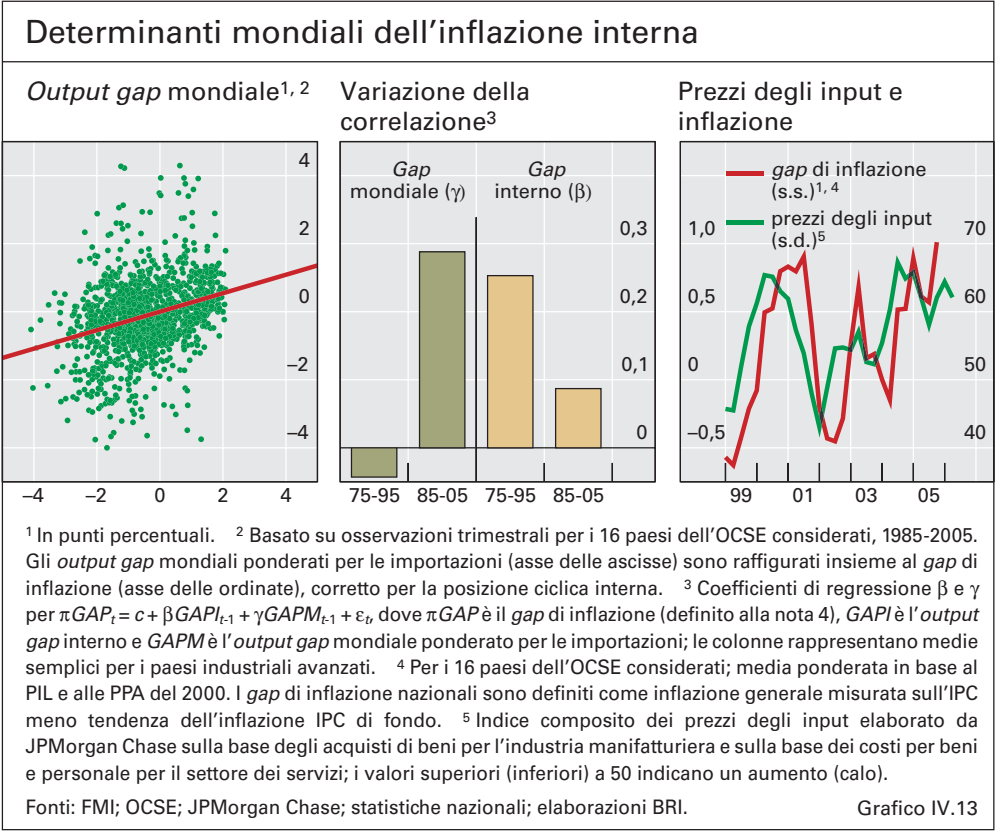
Per quanto concerne il sottoimpiego, pare che sia diminuita la reattività dell'inflazione alle tradizionali misure di utilizzo delle risorse interne. In altri termini, le curve empiriche di Phillips – considerate da molti il riferimento principe delle decisioni di politica monetaria – sembrano essersi appiattite nella maggior parte delle economie (grafico IV.12). Le interpretazioni di questo fenomeno si sono concentrate sui cambiamenti intervenuti nelle strategie monetarie, che ora attribuiscono un'importanza molto maggiore alla stabilità dei prezzi e al solido ancoraggio delle aspettative di inflazione.

Una spiegazione complementare pone l'accento sulla possibilità che in un mondo globalizzato le misure del sottoimpiego a livello internazionale siano divenute più importanti nel determinare l'inflazione di quelle puramente interne. Ciò non significa che gli effetti del sottoimpiego interno sull'inflazione

La globalizzazione ha alterato i tradizionali indicatori monetari

Le misure del sottoimpiego interno sono ora meno affidabili





siano ormai irrilevanti, ma piuttosto che il loro impatto possa essere valutato correttamente solo in una prospettiva più ampia. Sebbene questa trasformazione sia lungi dall'essere completa, non vi è dubbio che la prospettiva internazionale aiuterebbe a interpretare le moderate pressioni dei salari e dei prezzi osservate di recente in alcuni paesi industriali. Nello stesso tempo, l'influsso della globalizzazione potrebbe servire anche a spiegare l'elevato prezzo di taluni fattori produttivi oggetto di estese contrattazioni sui mercati internazionali, come il petrolio e altre materie prime (Capitolo III).

Inoltre, vi sono evidenze statistiche a conferma della tesi di un aumento nel tempo dell'importanza delle misure globali di sottoimpiego come determinanti dell'inflazione interna. In particolare, la correlazione tra la dinamica dei prezzi di beni e servizi interni e le misure dell'*output gap* mondiale è stata positiva e crescente nei paesi industriali avanzati persino quando era diminuita la reattività dell'inflazione interna al sottoimpiego a livello nazionale (grafico IV.13). L'influsso di fattori globali risulta evidente anche più a monte del processo produttivo nella stretta correlazione bivariata tra prezzi globali degli input e inflazione (stesso grafico). I dati empirici confermano che queste due serie di correlazioni si sono manifestate nell'ultimo decennio nel momento in cui si andava intensificando l'integrazione economica internazionale. Benché sia troppo presto per poter dire con esattezza in che modo la globalizzazione stia modificando tutte queste relazioni, il suo impatto sulle dinamiche inflazionistiche interne appare sempre più palese. In prospettiva, fintantoché proseguirà la tendenza alla globalizzazione questo influsso è destinato ad aumentare ulteriormente.

Il sottoimpiego globale ha ormai maggiore importanza

Ripercussioni sulle stime del NAIRU ...

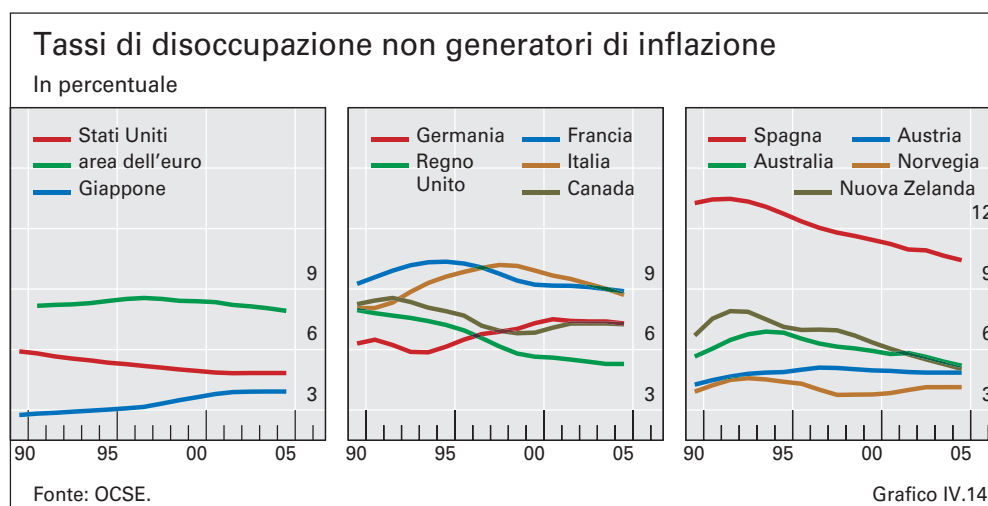
Le implicazioni della globalizzazione per il tasso di disoccupazione non generatore di inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU*) nei paesi industriali avanzati sono più ambigue. Da un lato, l'accresciuta concorrenza estera ha tendenzialmente incentivato la riallocazione di manodopera verso settori che offrono un vantaggio comparato. Ciò tenderebbe ad aumentare il NAIRU, a causa del fenomeno di *churning* dei mercati del lavoro associato alla creazione e distruzione di impieghi. Dall'altro lato, la contendibilità del mercato del lavoro e i flussi migratori hanno probabilmente agito in senso contrario in quanto la manodopera, esposta a una crescente concorrenza, ha moderato le proprie rivendicazioni (Capitolo II). Nel complesso, le recenti evidenze empiriche indicano che, almeno finora, la contendibilità e le migrazioni dovrebbero essere le forze predominanti nei paesi industriali avanzati, contribuendo così ad abbassare il NAIRU (grafico IV.14). Nello stesso tempo, l'impatto netto sui singoli paesi varia probabilmente a seconda del modo in cui i rispettivi mercati del lavoro si sono adeguati al processo di globalizzazione.

... e sul tasso di interesse naturale

È ipotizzabile che la globalizzazione innalzi anche il tasso di interesse naturale di lungo periodo, che può essere definito come tasso ufficiale compatibile con una crescita durevole del prodotto a livello potenziale e quindi con la stabilità dei prezzi a lungo termine in stato stazionario, ossia escludendo gli effetti ciclici. Questa nozione ha acquisito crescente rilevanza nel contesto attuale, dal momento che le banche centrali hanno cominciato a ridurre gradualmente il forte stimolo monetario impartito da tassi di interesse storicamente bassi. Un innalzamento del tasso naturale di lungo periodo è prevedibile in quanto la maggiore integrazione economica e finanziaria dovrebbe promuovere un impiego più efficiente della manodopera e del capitale, accrescendo così i guadagni di produttività e quindi il potenziale di crescita a lungo termine. Nella stessa direzione dovrebbe operare la sensibile espansione delle forze di lavoro globali, in quanto contribuirebbe ad aumentare la redditività marginale del capitale.

Vari fattori tendono a innalzare il tasso naturale ...

Nel contempo, l'impiego delle stime del tasso naturale di lungo periodo come guida per la conduzione delle politiche a breve termine è complicato da due diverse considerazioni, una empirica e l'altra concettuale. Il principale



problema empirico consiste nel fatto che la globalizzazione finanziaria potrebbe anche esercitare effetti al ribasso sui premi al rischio. Nella misura in cui la globalizzazione si è tradotta, nel complesso, in una migliore allocazione dei rischi, i premi per il rischio di interesse tenderebbero a diminuire, specie sugli strumenti a più lungo termine. La variazione dei premi complicherebbe a sua volta le inferenze circa il tasso naturale per quelle banche centrali che si basano sui rendimenti a lungo termine per la relativa stima, come avviene convenzionalmente. Inoltre, potrebbero intervenire anche altri fattori che incidono sui premi al rischio, rendendo la stima ancor più complessa. In tali casi, le implicazioni per il tasso naturale di lungo periodo sarebbero diverse a seconda che le recenti flessioni siano ritenute temporanee ovvero permanenti e a seconda che agiscano in modo differenziato sui tassi ufficiali e sui rendimenti a più lungo termine (Capitolo VI).

... ma i decrescenti premi al rischio tendono ad abbassare le stime convenzionali

Quanto agli aspetti concettuali, mentre si può prevedere che in termini qualitativi il tasso naturale di lungo periodo salga (prescindendo da considerazioni inerenti ai premi al rischio), meno chiaro è l'impatto sul tasso naturale depurato della componente ciclica. Ad esempio, ci si attenderebbe una sua flessione nel caso in cui la crescita dell'offerta superasse quella della domanda nel breve periodo. Ciò implica un contrasto tra l'impatto iniziale e la direzione verso la quale graviterebbero i tassi ufficiali nel medio periodo.

Antinomia tra tasso naturale destagionalizzato e a lungo termine

Globalizzazione, meccanismo di trasmissione e margini di manovra monetaria

Nel considerare il meccanismo di trasmissione dei tassi ufficiali alla domanda aggregata e i margini di manovra nell'impostazione della politica monetaria, quel che conta è ovviamente la dimensione finanziaria della globalizzazione. Benché i suoi effetti non costituiscano un fatto nuovo, essi sono stati particolarmente evidenti in epoca recente.

Per effetto della globalizzazione finanziaria ...

La globalizzazione finanziaria ha indubbiamente accresciuto l'incidenza dei fattori internazionali sui prezzi interni delle attività, indebolendo il nesso fra tassi ufficiali e rendimenti di varie categorie di attività e quindi di spesa. In realtà, l'impatto esercitato sull'inflazione dai tassi ufficiali attraverso le aspettative circa gli effetti dell'azione monetaria potrebbe essersi rafforzato, quantomeno nella misura in cui la globalizzazione ha contribuito ad accrescere la credibilità delle banche centrali. Tuttavia, in un mercato finanziario mondiale integrato i premi al rischio risentono maggiormente di influssi comuni, specie per quanto riguarda le attività a più lunga scadenza. Nel periodo in esame, i cambiamenti intervenuti nella propensione al rischio degli investitori globali e nelle scelte di portafoglio sono stati particolarmente evidenti e hanno interessato i titoli sia pubblici sia societari e persino il settore degli immobili (Capitoli VI e VII).

... potrebbe essersi indebolito il nesso fra tassi ufficiali e prezzi interni delle attività ...

È possibile che la globalizzazione finanziaria abbia anche limitato in certa misura l'autonomia di manovra delle politiche monetarie nazionali. È vero che in un regime di cambi flessibili le banche centrali si riservano la facoltà ultima di determinare i tassi di inflazione interni. Tuttavia, la maggiore reattività dei flussi di capitale ai differenziali di rendimento rende più difficile calibrare i tassi e può accentuare l'antitesi tra gli obiettivi delle politiche, in particolare tra equilibrio interno ed esterno. Ne è un esempio l'esperienza recente di paesi i cui tassi di interesse erano relativamente alti rispetto ai valori internazionali

... e ridotto il margine di manovra delle banche centrali

e che quindi sono divenuti bersaglio di operazioni di *carry trade* (Capitolo V). Le considerazioni di tasso di cambio aumentano, *ceteris paribus*, il costo implicito che deriva dal mantenere i tassi interni isolati da quelli prevalenti nei mercati finanziari mondiali. A livello più strategico, la globalizzazione finanziaria non solo ha posto la questione dei flussi di capitale al centro delle decisioni di politica monetaria, ma ha altresì influito sulla sostenibilità di vari tipi di regimi valutari.

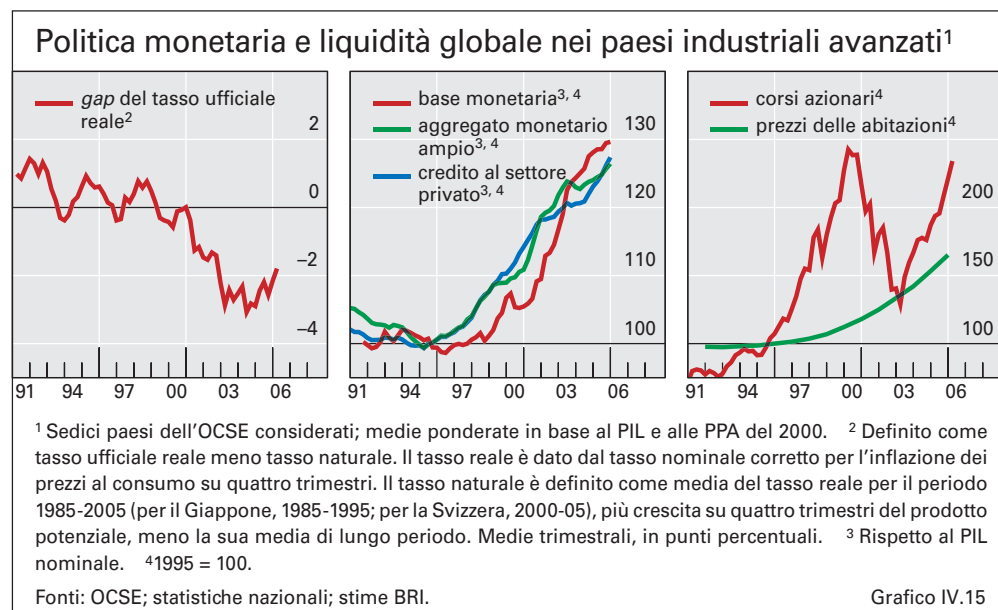
Sfide, rischi e possibili risposte sul piano delle politiche

Le sfide fondamentali riguardano ...

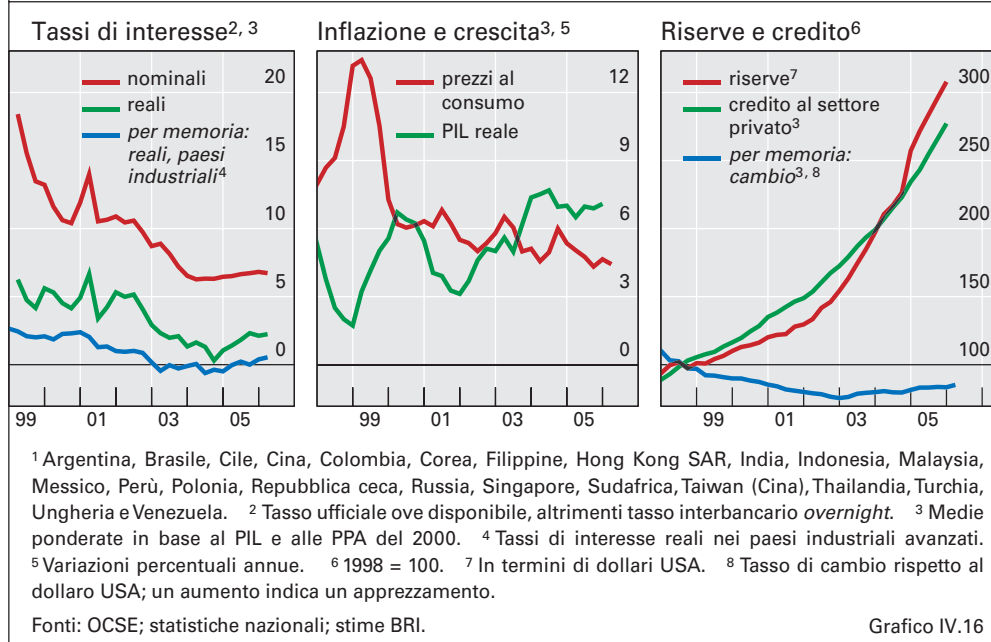
La precedente analisi mostra come la globalizzazione abbia coadiuvato le banche centrali nel ridurre l'inflazione e nell'ancorarla a bassi livelli, comportando tuttavia nuove sfide che meritano di essere considerate attentamente. Una dinamica dei prezzi più contenuta di quanto ci si potrebbe attendere in questa fase del ciclo e il perdurante enigma dei tassi di interesse sono solo alcuni dei recenti indizi di quello che potrebbe essere un contesto monetario sostanzialmente nuovo, plasmato da forze globali. Una questione chiave per le autorità monetarie è quella di stabilire se le vecchie regole del gioco siano state modificate al punto da compromettere la loro capacità di conseguire in futuro gli obiettivi prefissati. Le sfide più immediate originano dal crescente influsso dei fattori globali sulla determinazione dell'inflazione interna e dal rischio di episodi deflazionistici.

... la regolazione della risposta monetaria con indicatori alterati ...

La prima problematica concerne la necessità di incorporare i fattori globali nella valutazione delle pressioni inflazionistiche a *breve termine*. Una valutazione basata esclusivamente sugli indicatori del sottoimpiego interno potrebbe essere fuorviante nella misura in cui non tiene conto del contesto internazionale. Le pressioni inflazionistiche a breve termine sarebbero sottostimate se le condizioni globali fossero più restrittive di quelle interne e viceversa sovrastimate se il sottoimpiego globale compensasse di fatto la restrizione interna. Nella congiuntura attuale, per esempio, tali considerazioni potrebbero aiutare a capire perché i crescenti tassi di utilizzo della capacità



Politica monetaria e liquidità globale nelle economie emergenti¹



produttiva interna abbiano coinciso con una sorprendente quiescenza dell'inflazione nei singoli paesi industriali avanzati. Tuttavia, se il margine globale di capacità inutilizzata dovesse scomparire, questi paesi potrebbero trovarsi improvvisamente esposti a significative pressioni inflazionistiche.

Una seconda sfida riguarda più strettamente l'esigenza di incorporare i fattori globali nella valutazione delle prospettive a *medio termine* e quindi degli effetti cumulativi delle politiche nel tempo (grafico IV.15). Se valutati sulla base delle stime tradizionali del tasso naturale di lungo periodo, i tassi ufficiali sono stati eccezionalmente bassi per un periodo insolitamente esteso, e ciò proprio nel momento in cui ci si poteva attendere che i tassi naturali fossero aumentati per effetto del favorevole impatto della globalizzazione sul potenziale di crescita a lungo termine. Si tratta di stabilire se questi protratti scostamenti abbiano effetti indesiderati nel più lungo periodo, contribuendo a un accumulo di squilibri che prima o poi potrebbe avere conseguenze dirimpenti. In particolare, i tassi ufficiali insolitamente bassi in gran parte del mondo si sono accompagnati a un'espansione particolarmente forte degli aggregati monetari e creditizi e a un prolungato boom dei prezzi delle attività, specie nei mercati degli immobili residenziali.

Hanno concorso a questi sviluppi le politiche monetarie sia dei paesi industriali avanzati, sia delle economie emergenti. Stante la globalizzazione finanziaria, le politiche monetarie accomodanti nei paesi industriali avanzati hanno esercitato pressioni al ribasso sulle loro valute e, di conseguenza, pressioni al rialzo su quelle di altri paesi. Nel tentativo di contrastare tali spinte, le economie emergenti sono state spesso indotte a mantenere bassi i tassi di interesse anche quando considerazioni interne avrebbero giustificato un loro aumento. Inoltre, l'azione volta a prevenire un apprezzamento del cambio ha provocato al tempo stesso una rapida espansione delle riserve valutarie (Capitolo V) e degli aggregati monetari e creditizi (grafico IV.16). Come

... le implicazioni a medio termine degli squilibri finanziari ...

osservato nel Capitolo III, sussiste il rischio che a un certo punto riemergano in forza pressioni inflazionistiche e/o che la correzione degli squilibri finanziari pregiudichi l'attività economica e sfoci in un' indesiderata disinflazione.

... e la
comprensione dei
potenziali rischi
deflazionistici

Tutto ciò conduce a una terza sfida riguardante la natura del rischio deflazionistico. In un contesto di bassa inflazione la globalizzazione ha evidentemente reso ancor più importante la conoscenza delle forze all'origine delle pressioni deflazionistiche che a tratti potrebbero emergere. Le spinte al ribasso sui prezzi derivanti da sviluppi internazionali favorevoli dal lato dell'offerta aumenterebbero la probabilità di un calo del livello generale dei prezzi ("deflazione"). Tuttavia, come rilevato nella *73ª Relazione annuale*, una deflazione da offerta sarebbe più verosimilmente accompagnata, a parità di altre condizioni, da una perdurante crescita del prodotto, aumenti dei salari reali, elevati prezzi delle attività e solidi bilanci delle famiglie e delle imprese. I costi di siffatti episodi deflazionistici sarebbero ovviamente molto minori di quelli associati a una deflazione da domanda. In tale contesto, vi è il rischio che senza volerlo le banche centrali si trovino a reagire in misura eccessiva a una minaccia deflazionistica "buona" o quantomeno "benigna". Ciò potrebbe pertanto contribuire a un accumulo di squilibri *boom-bust*, come si è notato in precedenza. Paradossalmente, potrebbe addirittura creare le premesse per una deflazione "cattiva", cui potrebbero far seguito in una fase successiva correzioni disordinate degli squilibri finanziari.

Le banche centrali
potrebbero
migliorare ...

In che modo le banche centrali potrebbero mitigare le sfide poste dalla crescente incidenza dei fattori globali sui risultati interni? Le risposte possibili chiamano in causa il monitoraggio, l'analisi e l'azione multilaterale.

... il monitoraggio
degli sviluppi
esterni ...

Le banche centrali potrebbero porre maggiore enfasi sul monitoraggio degli sviluppi esterni nel quadro delle loro periodiche valutazioni del contesto economico, nell'intento di individuare precocemente le potenziali fonti di problemi globali. Per facilitare questo esercizio, sarebbe forse opportuno attribuire maggior peso di quanto venga fatto attualmente ai dati settoriali per singoli segmenti del mercato. Ciò rispecchierebbe la crescente importanza delle connessioni globali tra linee di prodotto e, *a fortiori*, le pressioni inflazionistiche mondiali che potrebbero emergere da mercati dei fattori più globalizzati. Inoltre, il maggior rilievo attribuito alla tempestività delle segnalazioni e all'accuratezza dei dati in tempo reale consentirebbe di ottenere molti benefici addizionali, specie per quanto riguarda la rilevazione del sottoimpiego a livello internazionale.

... la disponibilità e
tempestività dei
dati ...

... e l'analisi volta a
conoscere i mol-
teplici aspetti della
globalizzazione

L'accresciuto risalto dato alla prospettiva globale richiede a sua volta approfondimenti analitici che permettano una migliore comprensione delle dinamiche di un'economia sempre più integrata a livello mondiale. Sarebbe altamente raccomandabile un ulteriore affinamento degli esistenti modelli internazionali del ciclo economico e dell'inflazione. A tal fine, si potrebbero ad esempio ampliare i sistemi analitici per cogliere in modo più accurato i fenomeni di propagazione oltre i confini nazionali, i limiti degli attuali regimi di cambio nell'assicurare l'autonomia degli esiti inflazionistici interni nell'arco di periodi relativamente lunghi e le dinamiche della contendibilità nei mercati del lavoro, dei capitali, dei beni e dei servizi. Con intenti più ambiziosi, varrebbe la pena esplorare maggiormente approcci "dall'alto" in cui le dinamiche

dell'economia globale non sono semplicemente desunte da un'aggregazione "dal basso" dei comportamenti dei singoli paesi. Fra gli obiettivi più auspicabili vi sono inoltre una migliore integrazione e una più sistematica interpretazione delle determinanti reali e finanziarie delle oscillazioni cicliche mondiali. Simili iniziative consentirebbero di chiarire le dimensioni internazionali del meccanismo di trasmissione e le connesse sfide di politica monetaria.

Infine, il crescente impatto della globalizzazione sull'inflazione interna implica che si potrebbero ottenere benefici addizionali attribuendo maggiore rilevanza alle sedi di dibattito comune e alle soluzioni multilaterali. Nella misura in cui i fattori di natura globale stanno svolgendo un ruolo sempre più importante, le risposte a livello di singolo paese potrebbero rivelarsi insufficienti a produrre gli effetti sperati. Da qui l'importanza di pervenire a un consenso multilaterale su diagnosi, soluzioni eventuali e, se possibile, strategie di attuazione.

La globalizzazione accresce i vantaggi degli approcci multilaterali