

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria ha assunto generalmente un indirizzo più restrittivo a seguito del rialzo dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali dei paesi industriali avanzati. L'inasprimento è stato perlopiù indotto dal crescente utilizzo della capacità produttiva, in presenza di una domanda mondiale in aumento, e dalla contestuale minaccia di pressioni inflazionistiche. Gli elevati prezzi delle materie prime, e soprattutto le altissime quotazioni del greggio nella parte iniziale del periodo, hanno fatto temere che la dinamica a breve dei prezzi potesse riverberarsi sulle aspettative di inflazione a più lungo termine.

Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati per quasi tutto il periodo in esame, in quanto l'attività economica aveva assunto un ritmo più moderato e le spinte inflazionistiche avrebbero dovuto in gran parte affievolirsi. Nondimeno, sono andati crescendo i timori che l'auspicato rallentamento dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti non si concretizzasse. La BCE ha inasprito sensibilmente la politica monetaria, basando le sue decisioni, fra l'altro, sull'assottigliarsi dei margini di sottoimpiego e sulla rapida espansione della moneta e del credito. Diverso è stato il contesto in cui si è trovata a operare la Bank of Japan. Superati ampiamente i precedenti ostacoli strutturali alla crescita, l'economia nipponica ha dato segnali che lasciavano sperare in una ripresa durevole. Il nuovo schema concettuale "a due prospettive" per la politica monetaria della Bank of Japan ha motivato le due decisioni di rialzo del tasso ufficiale, rimasto peraltro a livelli bassissimi a fine periodo.

Gli altri paesi industriali avanzati hanno generalmente inasprito l'indirizzo monetario, pur agendo in presenza di una diversa combinazione di forze esterne e interne. La Bank of Canada, la Bank of England, la Reserve Bank of Australia e la Reserve Bank of New Zealand hanno innalzato i tassi ufficiali, che pure già si collocavano su livelli relativamente alti, a fronte di un'inflazione che si muoveva a metà o sul versante alto dei rispettivi valori preferenziali. La Norges Bank, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera hanno compiuto ulteriori progressi verso la normalizzazione dei tassi ufficiali partendo da livelli relativamente bassi.

Nonostante il rialzo dei tassi ufficiali e sebbene l'inflazione sia rimasta complessivamente moderata, da più parti si sono manifestate preoccupazioni per la rapida espansione della moneta e del credito. I timori sono stati in parte generati dall'evoluzione nel modo di intendere il ruolo appropriato degli aggregati monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria. Al fine di chiarire la questione, la sezione finale di questo capitolo illustra le varie

concezioni al riguardo, sulla scorta dell'esperienza maturata dalle banche centrali negli ultimi 35 anni.

Rassegna degli sviluppi

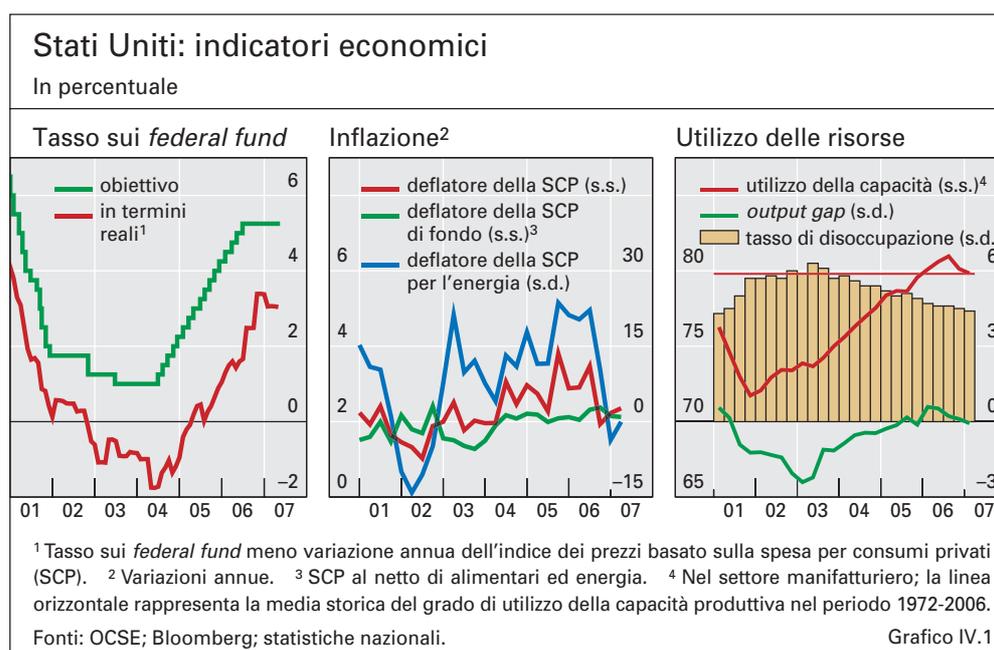
Stati Uniti

Ulteriore inasprimento della politica monetaria USA, seguito da una lunga pausa

Nel periodo in esame la Federal Reserve ha inizialmente continuato a ridurre il grado di condiscendenza monetaria, portando il tasso ufficiale al 5,25% nel giugno 2006 con il 17° aumento consecutivo di 25 punti base; successivamente, ha mantenuto il tasso invariato (grafico IV.1). Tuttavia, dietro la stabilità del tasso per gran parte del periodo è mutata la configurazione dei rischi che le autorità monetarie hanno dovuto bilanciare man mano che cambiavano le prospettive per l'economia e l'inflazione. Il quesito centrale con cui la Federal Reserve si è in genere dovuta confrontare è se fossero necessarie ulteriori manovre, prevalentemente orientate in senso restrittivo, per assicurare il graduale calo dell'inflazione di fondo e una crescita economica sostenibile. Peraltro, con il passare del tempo i timori di un netto sconfinamento del prodotto dal sentiero di crescita sostenibile hanno cominciato a svanire di fronte alla decelerazione dell'attività economica. Il successivo andamento dell'economia è risultato sostanzialmente in linea con le previsioni della Federal Reserve secondo cui, per l'effetto ritardato dei più alti tassi di interesse, l'economia e in particolare il mercato dell'edilizia residenziale avrebbero subito un rallentamento.

Moderazione dell'attività economica ...

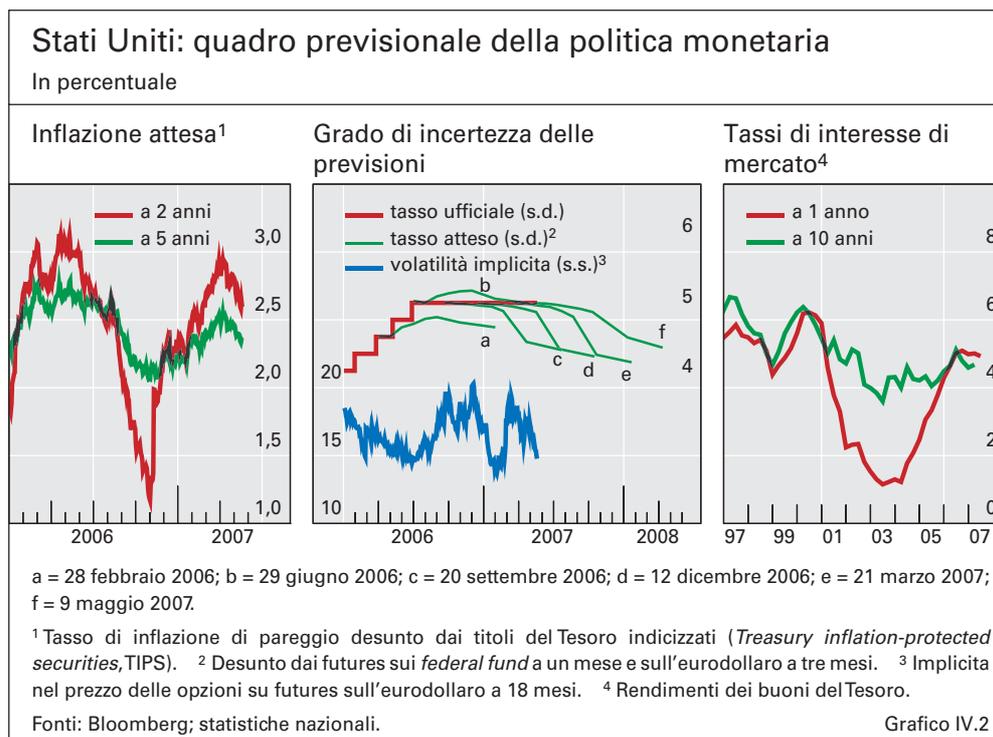
I dati affluiti verso la fine del 2006 e agli inizi del 2007 hanno inciso in modo particolare sulla valutazione delle prospettive di crescita da parte della Federal Reserve. L'agire di forze contrastanti ha reso più incerta la scelta dell'impostazione appropriata. Mentre gli aggiustamenti in atto nei settori sensibili ai tassi di interesse contribuivano a un'opportuna moderazione



dell'attività economica, le crescenti difficoltà emerse nel mercato dei crediti ipotecari di qualità non primaria hanno fatto temere un cedimento più profondo e pronunciato del settore immobiliare (Capitolo II). Le indicazioni di ripercussioni solo modeste su altri mercati e sulla propensione alla spesa dei consumatori facevano ritenere che le possibili ricadute sarebbero state limitate al breve termine. Nondimeno, in siffatto contesto una certa debolezza degli investimenti fissi aziendali, piuttosto atipica in presenza di bassi differenziali di credito, solidi profitti e moderata espansione della domanda aggregata, ha assunto un'accresciuta rilevanza nella valutazione dei rischi per la crescita.

Nello stesso tempo, la Federal Reserve si dichiarava preoccupata per l'elevato livello dell'inflazione di fondo e una possibile ripresa delle aspettative inflazionistiche. Se da un lato gli alti prezzi dell'energia e di altre materie prime concorrevano a moderare l'attività economica, dall'altro essi esercitavano pressioni al rialzo sull'inflazione generale, cui si aggiungevano segnali di una graduale trasmissione all'inflazione di fondo, specie nel corso del 2006. Sebbene verso la fine dell'anno le spinte dal lato dei prezzi dell'energia stessero calando, sono andati aumentando i timori del Federal Open Market Committee (FOMC) riguardo all'eventualità che l'inflazione di fondo si collocasse in prossimità o al disopra del limite superiore dell'intervallo di valori più propizio ad assicurare una crescita duratura e la stabilità dei prezzi nel medio termine. Pur prevedendo una moderazione dell'inflazione di fondo, il FOMC considerava seriamente anche l'eventualità che tale moderazione risultasse minore del previsto, con il pericolo che le aspettative di inflazione si ancorassero su un livello troppo alto (grafico IV.2), eventualità resa più probabile dalle condizioni sempre più tese del mercato del lavoro e dal ravvivarsi delle pressioni salariali in alcuni settori. E, alla luce delle evidenze indicative di un

... ma livello elevato dell'inflazione di fondo



certo appiattimento della curva di Phillips nel breve periodo, i costi in termini di prodotto di una riduzione dell'inflazione avrebbero potuto essere maggiori che in passato.

Prospettive più incerte e dipendenti dai flussi di dati ...

Nel periodo in esame è mutata anche la comunicazione della Federal Reserve con il pubblico. Di fronte alla crescente dipendenza delle prospettive per la politica monetaria dai dati pubblicati, il FOMC faceva rilevare che per il pubblico sarebbe risultato in genere più difficile anticipare compiutamente le successive decisioni di politica monetaria, vista la natura più contingente delle dichiarazioni ufficiali. Questa constatazione, sebbene non segnalasse un cambiamento nella trasparenza del FOMC, lasciava un'impronta nei mercati finanziari, come stanno a dimostrare le oscillazioni osservate nel 2007 nei tassi ufficiali impliciti nei futures sui *federal fund* a sei mesi. Nondimeno, a giudicare dalla volatilità implicita nelle opzioni, il livello generale di incertezza rimaneva in prossimità dei minimi storici (grafico IV.2).

... specie per l'andamento dell'inflazione

Alla fine del periodo i mercati consideravano la direzione a breve termine del tasso sui *federal fund* lievemente più incerta di quanto lo fosse stata in media negli ultimi anni. Da un lato, finché l'inflazione di fondo continuava ad aggirarsi in prossimità o persino al disopra del limite superiore della presumibile fascia di sicurezza del FOMC, il Comitato non escludeva la possibilità di dover ritoccare verso l'alto il tasso ufficiale o di estendere il periodo in cui i tassi correnti sarebbero rimasti invariati. Dall'altro, se si fossero concretizzate le aspettative del FOMC di una moderazione dell'inflazione di fondo senza il ricorso a un aggiustamento del tasso ufficiale, oppure se l'economia fosse decelerata più bruscamente del previsto, i tassi sarebbero stati probabilmente corretti verso il basso. Ciò nondimeno, i tassi a lungo termine si mantenevano contenuti, mostrando scarsa reattività a queste incertezze a breve e oscillando entro un intervallo intorno al 5%.

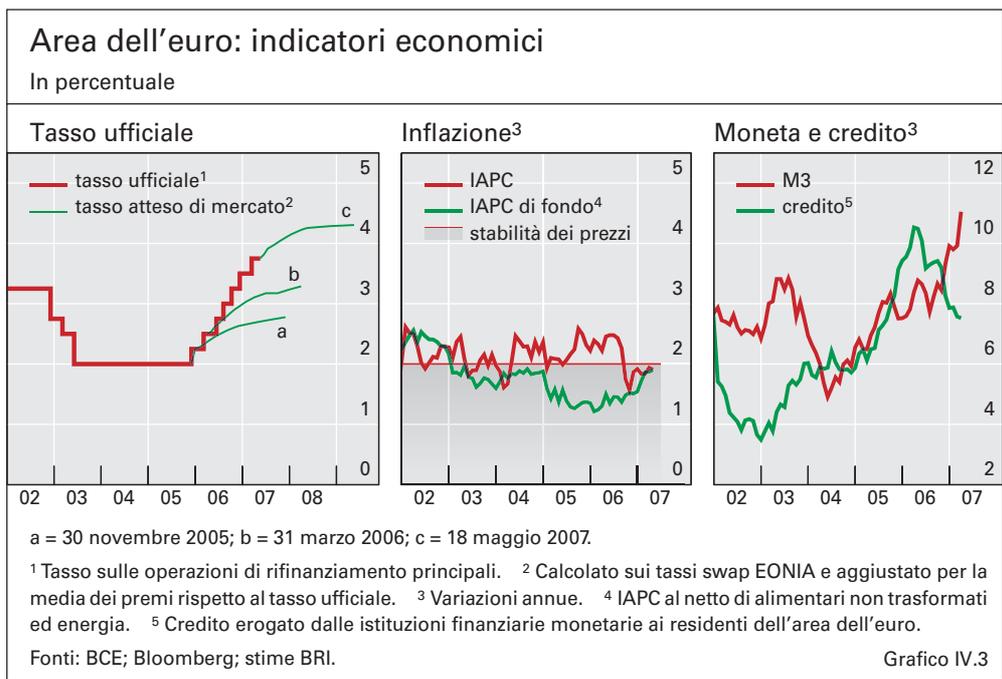
Area dell'euro

La BCE ha continuato ad aumentare i tassi ...

La politica monetaria nell'area dell'euro ha subito un sensibile inasprimento nel periodo in esame. Con cinque manovre di 25 punti base ciascuna, la BCE ha portato il tasso di riferimento al 3,75%, proseguendo nel processo di normalizzazione dei tassi di interesse iniziato alla fine del 2005. In precedenza il tasso ufficiale era stato innalzato al 2,5% partendo dal livello storicamente basso del 2% al quale era stato mantenuto per due anni e mezzo (grafico IV.3). La stretta costituiva sostanzialmente la risposta alle indicazioni di rischi al rialzo per l'inflazione derivanti sia dall'analisi economica sia dall'analisi monetaria della BCE, sebbene l'inflazione effettiva restasse sotto controllo. Nonostante le manovre attuate, la BCE era dell'avviso che a fine periodo le condizioni monetarie si connotassero ancora come accomodanti. Anche le aspettative degli operatori apparivano orientate verso un ulteriore aumento del tasso ufficiale fino intorno a quota 4¼% nel 2007, ossia a circa 75 punti base oltre il livello al quale i mercati avevano pronosticato la fine del processo di inasprimento un anno prima.

... in considerazione del dinamismo dell'attività economica ...

I mercati si aspettavano uno spostamento verso l'alto dell'andamento dei tassi ufficiali durante il periodo, in larga parte perché il ritmo di espansione dell'attività economica e il suo vigore risultavano più sostenuti del previsto, e



potavano innescare pressioni inflazionistiche. Nel 2006 la crescita del PIL reale aveva oltrepassato il limite superiore dell'intervallo contenuto nelle proiezioni formulate nei mesi precedenti dagli esperti della BCE. Anche le proiezioni per la crescita del prodotto nel 2007 erano state corrette verso l'alto di circa 1/2 punto percentuale.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,9% nel marzo 2007, livello in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE, corrispondente a una variazione dei prezzi inferiore ma prossima al 2%, mentre l'inflazione di fondo, pur rimanendo contenuta, si è mossa verso l'alto. Le proiezioni della BCE indicavano per l'indice generale dei prezzi un intervallo centrato leggermente al disotto del 2% nel 2007 e al 2% nel 2008. Nondimeno, nelle valutazioni della BCE le prospettive per l'inflazione erano soggette a rischi al rialzo. La robusta crescita del prodotto aveva coinciso con un calo del tasso di disoccupazione a livelli storicamente bassi e la BCE segnalava il pericolo che la dinamica salariale accelerasse in conseguenza (Capitolo II). Alla valutazione al rialzo dei rischi per l'inflazione ha concorso anche la possibilità di nuovi rincari del petrolio e di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

L'analisi monetaria della BCE confermava la valutazione che sussistevano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nel marzo 2007 la crescita su base annua di M3 era salita al 10,9%, il livello più alto dall'introduzione dell'euro. In aggiunta, diversamente dagli anni precedenti, la rapida progressione di questo aggregato non sembrava riflettere riallocazioni di portafoglio a scapito degli investimenti a più lungo termine. Piuttosto, essa appariva riconducibile soprattutto agli sforzi delle istituzioni finanziarie di assecondare la perdurante robusta crescita dell'attivo di bilancio. Sempre in marzo, il credito totale erogato dalle istituzioni finanziarie monetarie ai residenti dell'area superava del 7,7% il livello di un anno prima. Il ritmo sostenuto con cui hanno continuato

... e nonostante un'inflazione decrescente

Il calo della disoccupazione ...

... e la rapida espansione monetaria segnalano rischi per l'inflazione

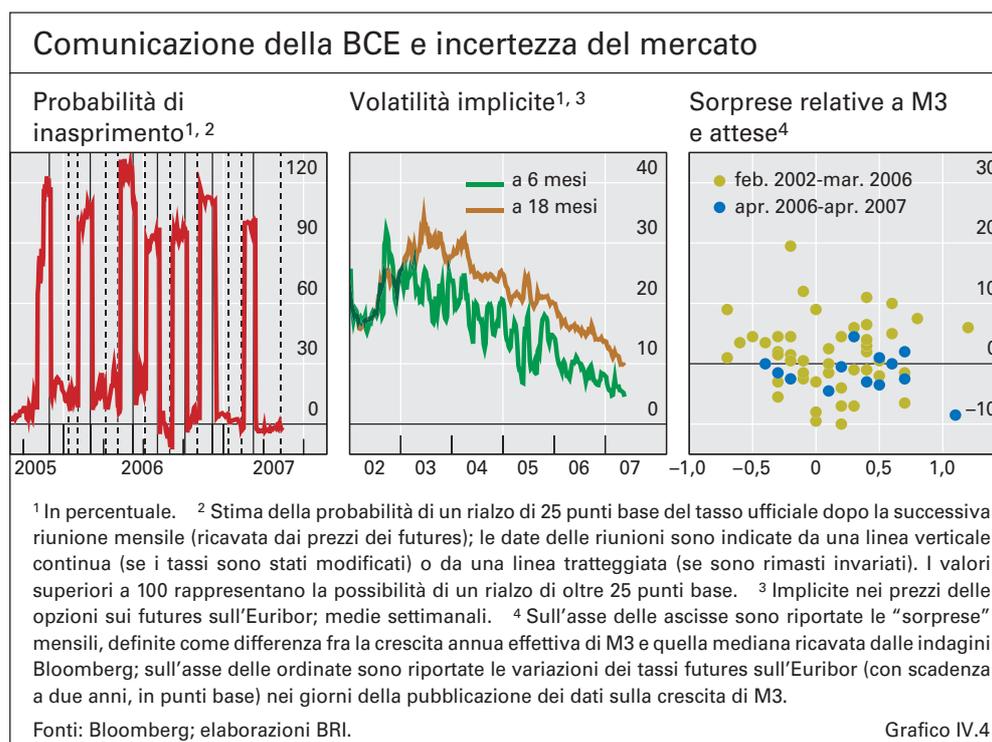
a crescere gli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro rispecchiava il livello generalmente basso dei tassi di interesse, la solida espansione economica e il vigore dei mercati immobiliari in molte parti dell'area, ossia un accumulo di liquidità e un insieme di fattori che, secondo la BCE, richiedevano di essere seguiti con molta attenzione.

Il successo della politica di comunicazione della BCE, nonché le sfide a essa connesse, hanno trovato riscontro nella reazione dei mercati finanziari agli andamenti monetari. La BCE ha cercato di rendere ragionevolmente prevedibili i propri interventi a breve termine, riuscendo generalmente nel suo intento. Gli operatori sono stati in grado di anticipare con notevole precisione le manovre decise durante l'attuale ciclo di restrizione monetaria (grafico IV.4). Le probabilità di un rialzo del tasso in occasione della successiva riunione mensile del Consiglio direttivo, ricavate dai futures di tasso di interesse, sono balzate in prossimità del 100% oppure si sono ridotte quasi a zero in risposta alle dichiarazioni rilasciate al termine di ciascuna riunione, mantenendosi in prossimità di tali valori fino alle successive decisioni sui tassi, che in ogni occasione sono state previste correttamente. La prevedibilità delle manovre monetarie a breve termine potrebbe aver contribuito al calo della volatilità implicita dell'Euribor a livelli storicamente bassi. Tuttavia, flessioni analoghe si sono osservate anche per una più ampia gamma di misure dell'incertezza dei mercati finanziari (Capitolo VI).

La BCE riconosce d'altra parte che non è stato facile far comprendere chiaramente al pubblico in che misura la crescita della moneta sia incorporata nelle decisioni di politica monetaria. In effetti, vi sono riscontri del fatto che gli operatori non abbiano attribuito particolare rilevanza all'annuncio dei dati su M3 nel periodo in rassegna, nonostante le ripetute indicazioni da parte della BCE secondo cui la marcata accelerazione di quell'aggregato costituiva un

I mercati anticipano correttamente le manovre monetarie ...

... ma continuano a non reagire ai dati su M3



importante fattore alla base della sua valutazione del sussistere di rischi al rialzo per l'inflazione. In particolare, i futures su tassi di interesse del mercato monetario non hanno esibito reazioni significative nei giorni in cui venivano pubblicate statistiche che segnalavano tassi annui di espansione monetaria più alti o più bassi di quelli previsti dai mercati. Del resto, non è ancora chiaro se ciò sia dovuto a difficoltà di comunicazione oppure rispecchi un legame che, per sua natura, è troppo sporadico e condizionato da altri sviluppi per tradursi in una risposta coerente dei futures di tasso di interesse.

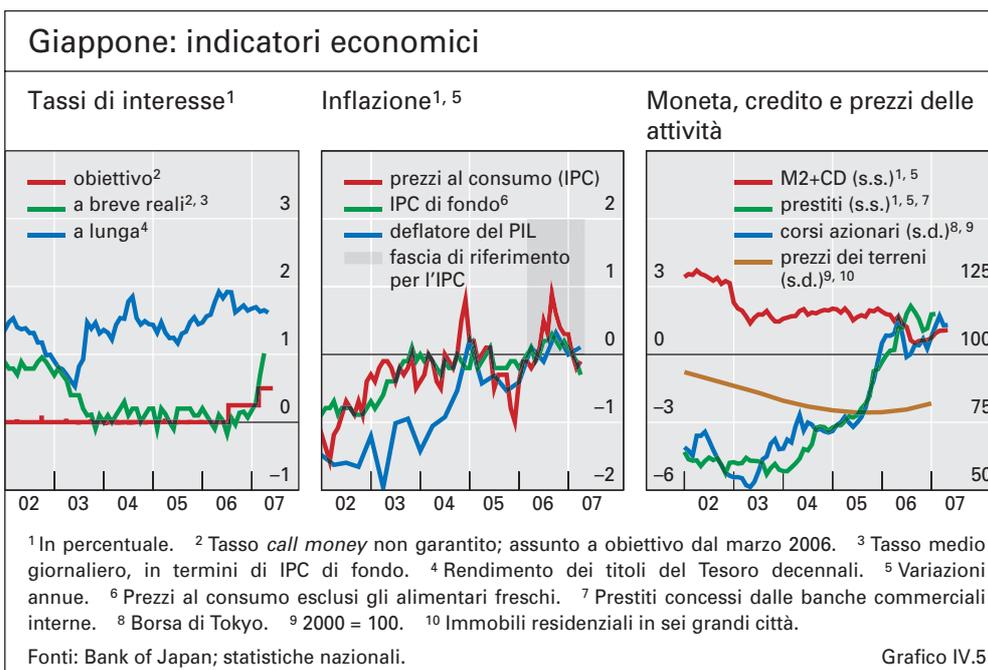
Giappone

Nel periodo in esame la Bank of Japan ha mantenuto il tasso ufficiale a un livello molto basso nell'intento di preservare condizioni di finanziamento accomodanti. Nondimeno, con il ridursi del grado di sottoimpiego e l'indebolimento delle sottostanti pressioni al ribasso sui prezzi, essa ha ritenuto necessario aumentare il tasso obiettivo a due riprese, a circa lo 0,25% nel luglio 2006 e quindi intorno allo 0,50% nel febbraio 2007, ponendo così fine alla politica del tasso zero (grafico IV.5). A giudizio della banca centrale questi interventi, unitamente alle attese di ulteriori graduali ritocchi verso l'alto, erano coerenti con l'obiettivo di una crescita economica duratura e della stabilità dei prezzi.

L'abbandono della politica del tasso zero rispecchiava in gran parte un quadro macroeconomico sempre più favorevole, contraddistinto dal progressivo rafforzamento dei bilanci societari, da aggiustamenti strutturali nel sistema finanziario e da un rialzo dell'inflazione generale agli inizi del 2006. I pluriennali sforzi delle imprese per disfarsi dell'eccesso di capacità produttiva, manodopera e debiti parevano essere giunti a termine. Il sistema finanziario aveva compiuto significativi progressi nel risolvere il cronico problema dei crediti in sofferenza e forniva chiare indicazioni di applicare prassi di affidamento più normali. La stessa banca centrale interpretava l'espansione degli aggregati

La Bank of Japan mantiene i tassi a un livello basso ...

... pur ponendo fine alla politica del tasso zero



monetari ampi e dei prestiti come una conferma della crescente fiducia del pubblico nell'agognato ripristino della stabilità del sistema finanziario.

Applicazione del nuovo schema di politica monetaria

La decisione di innalzare moderatamente i tassi ufficiali palesava altresì il modo in cui la Bank of Japan applicava il nuovo schema concettuale a due prospettive della politica monetaria, adottato nel marzo 2006 (si veda la *76ª Relazione annuale*). La prima prospettiva è incentrata sugli andamenti attesi dell'attività economica e dell'inflazione su un orizzonte di uno-due anni. La seconda si focalizza sui rischi, e sui connessi costi, a più lungo termine. Un simile approccio implica la possibilità di un inasprimento anche in situazioni in cui i rischi di un aumento dell'inflazione a breve termine siano giudicati trascurabili.

Il primo rialzo dei tassi evidenzia l'importanza tanto della prima prospettiva ...

La prima prospettiva ha avuto un peso rilevante sulla decisione del luglio 2006 di innalzare il tasso ufficiale allo 0,25%. A quell'epoca la banca centrale prevedeva una perdurante espansione della domanda interna ed estera, che si sarebbe necessariamente tradotta in un aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva e in minori pressioni al ribasso sui costi unitari del lavoro. Sospinte dal rincaro dei prodotti energetici agli inizi del 2006, le misure dell'inflazione generale e di fondo si muovevano entrambe al di sopra dello zero e parevano puntare verso il centro della fascia dello 0-2% prescelta dalla Bank of Japan.

... quanto della seconda

Anche la seconda prospettiva ha influito sulla decisione del luglio 2006. Il Policy Board temeva le possibili conseguenze a più lungo termine delle distorsioni nell'allocazione delle risorse che potevano derivare dal mantenimento di tassi eccessivamente bassi per un periodo di tempo troppo lungo. Preoccupava, tra l'altro, la possibilità che le imprese si imbarcassero in nuovi progetti nell'ipotesi irrealistica che le favorevoli condizioni di finanziamento esistenti sarebbero state mantenute indipendentemente dal probabile andamento dell'attività economica e dei prezzi. Pur riconoscendo che non vi erano segnali univoci di sovrainvestimento, la Bank of Japan ha comunque considerato questa eventualità nella sua decisione. Un'allocazione distorta delle risorse, se non mantenuta sotto controllo, comporta seri rischi per la futura sostenibilità della crescita economica. In un certo senso, l'obiettivo non era tanto quello di raffreddare un surriscaldamento dell'economia di per sé, quanto di evitare che si ripettesse l'esperienza della fine degli anni ottanta.

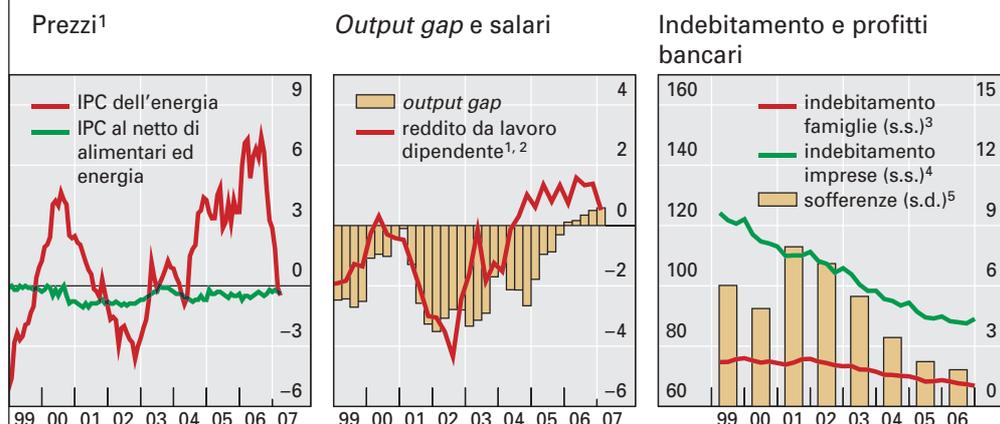
La manovra successiva si basa sulla seconda prospettiva

La successiva manovra dei tassi ufficiali agli inizi del 2007 mostra in maniera ancor più evidente l'importanza della seconda prospettiva. In quell'occasione la Bank of Japan aveva fatto notare che la prima prospettiva forniva scarse motivazioni per un ulteriore intervento restrittivo. L'attività economica si stava irrobustendo ma la crescita dell'inflazione di fondo stava perdendo slancio con il consolidarsi della decelerazione dei corsi dell'energia a breve termine. In effetti, se si escludono i beni energetici, l'aumento dei prezzi al consumo non risultava così evidente. D'altra parte, i rischi di un proseguimento della deflazione non figuravano più fra i principali motivi di preoccupazione. Ciò in quanto, da un lato, il Policy Board continuava a intravedere una tendenza di fondo all'incremento dei prezzi dovuta soprattutto a un accresciuto utilizzo delle risorse e all'aspettativa di una perdurante espansione dell'attività economica. Dall'altro, i costi associati a una modesta

Rischio di un calo dei prezzi nel breve termine ...

Giappone: deflazione e ripresa economica

In percentuale



¹ Variazioni annue. ² Relativo a imprese con almeno cinque dipendenti. ³ Rapporto tra debito lordo delle famiglie e PIL. ⁴ Rapporto tra debito delle imprese non finanziarie private e PIL. ⁵ Rapporto tra crediti in sofferenza e prestiti lordi, ponderato in base all'attivo medio totale delle singole banche e calcolato con riferimento alle 15 maggiori banche giapponesi; esercizi finanziari terminanti a marzo dell'anno successivo, eccetto per il 2006 (settembre).

Fonti: Bank of Japan; OCSE; Bankscope; statistiche nazionali.

Grafico IV.6

deflazione venivano ora considerati molto minori grazie ai miglioramenti intervenuti nelle grandezze economiche e finanziarie fondamentali. Agli inizi del 2007 la produzione era in aumento, così come i redditi da lavoro dipendente e i corsi delle attività, le banche erogavano credito e i livelli di debito delle famiglie e delle imprese erano sensibilmente diminuiti rispetto alle punte massime degli anni novanta (grafico IV.6). Inoltre, risultava sempre più chiaro che il recente calo dell'inflazione misurata sull'indice generale dei prezzi al consumo (IPC) traeva origine dalla deregolamentazione, dalla globalizzazione e da altri shock positivi dal lato dell'offerta, ed era quindi di natura diversa rispetto a una deflazione indotta dalla domanda.

Nelle considerazioni del Policy Board prevaleva al contrario la necessità di rialzare il tasso ufficiale per prevenire l'insorgere di condizioni insostenibili, ossia un eccesso di investimenti destinati a rivelarsi improduttivi. Così, in febbraio il Board decideva quasi all'unanimità di innalzare il tasso obiettivo a 50 punti base, livello ancora molto contenuto ma pur sempre il più alto degli ultimi 10 anni. In realtà, dalle minute risultava che diversi membri del Board avevano votato a favore di un aumento già in gennaio. La questione dei *carry trade* e alcune indicazioni localizzate del lievitare dei prezzi dei terreni non paiono aver avuto un ruolo preminente nella decisione presa dalla banca centrale agli inizi di quest'anno.

Le due manovre di politica monetaria erano state ampiamente previste, come dimostrano la moderata risposta dei mercati finanziari e la stabilità dei tassi di interesse nominali a lungo termine. Queste blande reazioni hanno fornito alla banca centrale la conferma che il nuovo schema concettuale adottato e gli sforzi compiuti per renderlo comprensibile al pubblico erano stati efficaci nel veicolare le sue intenzioni. E così è stato, nonostante un breve episodio di volatilità agli inizi di gennaio, quando i mercati si attendevano erroneamente una manovra sui tassi.

... ma nel lungo periodo timori di un possibile sovrainvestimento

I mercati anticipano le manovre

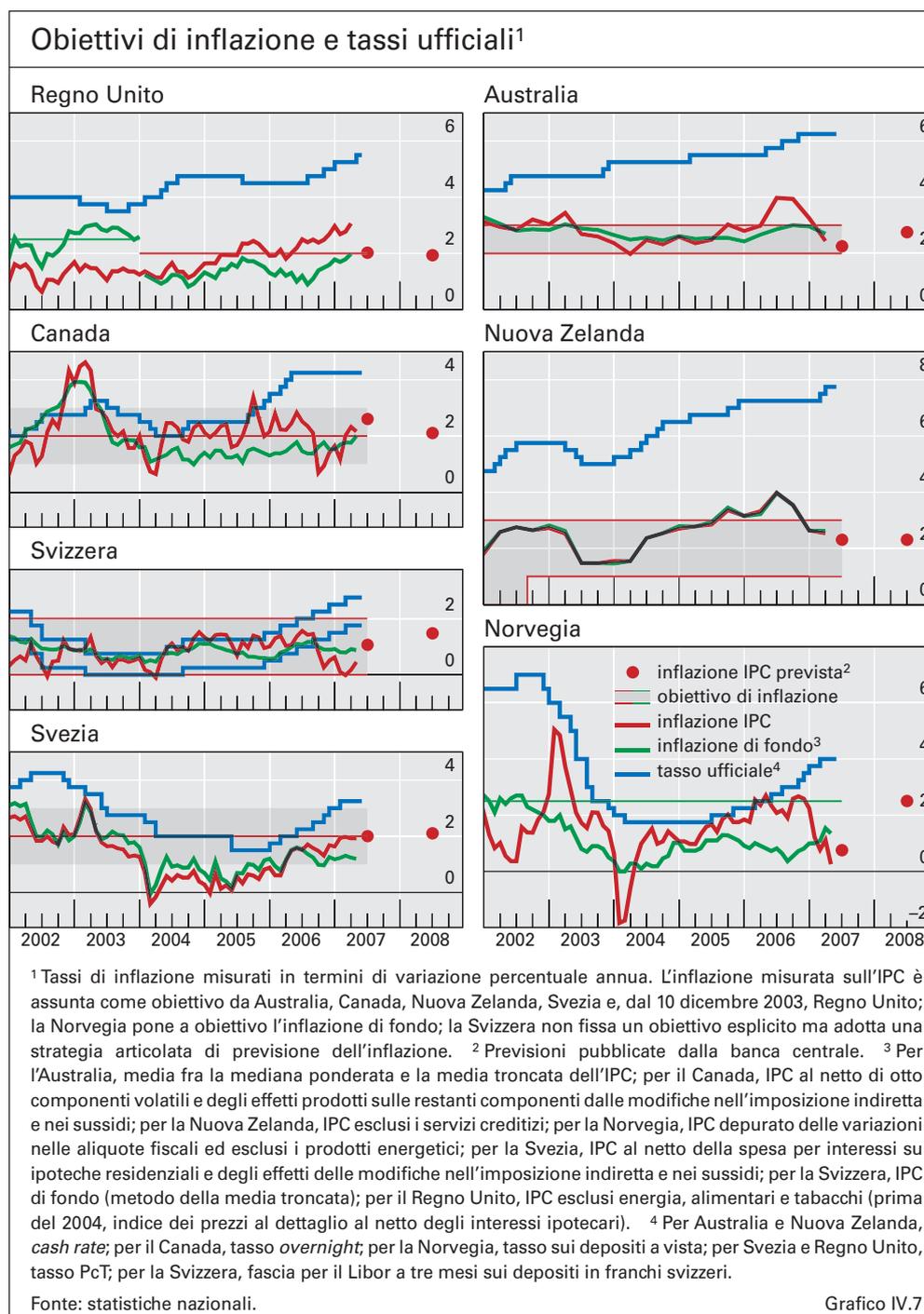
Atteso un orientamento accomodante

Alla fine del periodo in rassegna la Bank of Japan forniva indicazioni secondo le quali il contesto di tassi di interesse molto bassi sarebbe stato mantenuto allo scopo di promuovere condizioni finanziarie accomodanti e probabilmente col tempo i tassi ufficiali sarebbero stati corretti gradualmente al rialzo, ove ritenuto necessario alla luce degli eventi.

Paesi con obiettivi di inflazione

Le banche centrali con obiettivi di inflazione aumentano i tassi

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con obiettivi quantitativi espliciti di inflazione hanno rialzato i rispettivi tassi ufficiali, sebbene con tempistiche e ampiezze diverse (grafico IV.7). La stretta monetaria è intervenuta



in un contesto di perdurante espansione dell'economia mondiale e di elevati prezzi delle materie prime. Risultavano generalmente solide anche le condizioni economiche dei singoli paesi, nella maggior parte dei quali si avvertivano crescenti pressioni inflazionistiche connesse all'emergere di tensioni a livello di capacità produttiva e di mercato del lavoro. Ciò nondimeno, nel complesso l'inflazione si è mantenuta bassa, grazie anche alla favorevole dinamica dei prezzi all'importazione dei beni di consumo.

In varia misura, le banche centrali di questi paesi individuavano quattro fonti di preoccupazione. Anzitutto, permaneva un clima di forte incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale, anche se l'esito delle proiezioni veniva giudicato largamente favorevole. Di fatto, non era facile valutare con un buon margine di sicurezza il pieno impatto di un rialzo dei tassi ufficiali nei principali paesi industriali avanzati. In particolare, apparivano incerte le implicazioni che il più alto livello dei tassi avrebbe potuto avere sulla rotazione della domanda in atto negli Stati Uniti, specie per quanto riguarda l'edilizia residenziale. In secondo luogo, una domanda interna più robusta del previsto faceva presagire crescenti pressioni dal lato dei prezzi e dei costi in una situazione generalmente caratterizzata da elevati corsi dell'energia e di altre materie prime. In terzo luogo, la vigorosa espansione degli aggregati creditizi e monetari ampi in alcuni paesi, soprattutto se associata a una dinamica sostenuta dei prezzi delle azioni e degli immobili residenziali, continuava a indicare due possibili esiti: nel breve termine, la forte domanda interna avrebbe potuto intensificare le pressioni inflazionistiche; nel più lungo termine, il rischio di una brusca correzione dei prezzi delle attività induceva talune banche centrali a interrogarsi sulla sostenibilità della crescita economica. Infine, continuavano a registrarsi ampi squilibri internazionali e flussi di capitali collegati a strategie di *carry trade*, con il pericolo di correzioni disordinate che avrebbero potuto ripercuotersi sia sui tassi di cambio sia sull'attività economica.

Incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale ...

... ma il vigore della domanda interna e della crescita monetaria segnala pressioni inflazionistiche

In tale situazione, le banche centrali delle economie con tassi ufficiali relativamente alti all'inizio del periodo in esame – Australia, Canada, Nuova Zelanda e Regno Unito – hanno ritenuto necessario un ulteriore inasprimento della politica monetaria.

La Bank of Canada ha aumentato il tasso ufficiale di 25 punti base a due riprese nel 2006, al 4% in aprile e al 4,25% in maggio. Successivamente, lo ha mantenuto stabile nonostante un rialzo dell'inflazione complessiva agli inizi del 2007, in quanto l'attività economica evolveva in linea con le proiezioni e i rischi per l'inflazione apparivano sostanzialmente bilanciati.

Ulteriore lieve aumento del livello già alto dei tassi in Canada ...

La Reserve Bank of New Zealand, dopo aver lasciato invariato il *cash rate* ufficiale al 7,25% dal dicembre 2005, lo ha innalzato al 7,5% nel marzo 2007 e al 7,75% in aprile, il livello più alto fra i paesi industriali avanzati considerati nel presente capitolo. La domanda interna si stava rafforzando, anche per effetto della ripresa del mercato immobiliare e di una politica fiscale espansiva. Vi era inoltre il rischio di un'inflazione alta nel medio termine e la banca centrale non escludeva la necessità di un ulteriore inasprimento.

... Nuova Zelanda ...

La Reserve Bank of Australia ha effettuato tre rialzi del tasso ufficiale nel 2006, ciascuno di 25 punti base, portandolo dal 5,5 al 6,25%. Il reddito e la

... Australia ...

spesa traevano vigore dagli elevati corsi delle materie prime, i margini di capacità inutilizzata erano ridotti e le condizioni sul mercato del lavoro restavano tese. Per gran parte del periodo sia l'indice generale sia la componente di fondo dell'inflazione al consumo si sono mossi in prossimità o al disopra dell'obiettivo a medio termine della banca centrale. Sebbene a fine periodo l'inflazione complessiva fosse rientrata nella fascia obiettivo, i rischi per l'evoluzione dei prezzi a medio termine venivano giudicati ancora significativi.

... e Regno Unito

La Bank of England ha aumentato il tasso PcT dal 4,5 al 5,5% in quattro manovre fra agosto 2006 e maggio 2007. Mentre la vigorosa domanda interna comprimeva ulteriormente i margini di capacità inutilizzata, l'inflazione dei prezzi al consumo balzava a poco oltre il 3%, rendendo necessario l'invio di una lettera di spiegazione da parte della banca centrale al Cancelliere dello Scacchiere. Le autorità nutrivano inoltre crescente preoccupazione per l'eventualità che la rapida espansione del credito e dell'aggregato monetario ampio, insieme all'esuberanza dei prezzi delle attività, indicassero un accumularsi di spinte inflazionistiche. Nondimeno, in base alle proiezioni l'inflazione generale sarebbe lentamente tornata in linea con l'obiettivo, in conseguenza della politica restrittiva.

Le banche centrali di Norvegia, Svezia e Svizzera hanno iniziato il periodo in esame con tassi ufficiali relativamente bassi rispetto a quelli di altri paesi con obiettivi di inflazione. Sebbene nessuna di loro prevedesse nei successivi uno-due anni uno sconfinamento dell'inflazione al disopra dei rispettivi obiettivi, la perdurante crescita economica e le prospettive di un progressivo rialzo dell'inflazione hanno incoraggiato queste banche centrali a proseguire fermamente sulla strada della normalizzazione dei tassi ufficiali.

Manovre restrittive per normalizzare il livello relativamente basso dei tassi in Norvegia ...

A partire dal maggio 2006 la banca centrale norvegese ha effettuato sei manovre di 25 punti base ciascuna, aumentando il tasso sui depositi a vista dal 2,5 al 4%. Anche se l'inflazione si manteneva ben al disotto dell'obiettivo ufficiale, dall'estate del 2003 l'economia attraversava una fase chiaramente espansiva, accompagnata da un'ulteriore erosione della capacità inutilizzata. La rapida crescita dell'occupazione nel periodo in esame e le indicazioni di un'accelerazione della dinamica salariale sembravano preludere a un graduale aumento dell'inflazione di fondo. Le indicazioni della banca centrale si orientavano verso un aumento atteso del tasso ufficiale al 5% entro la fine del 2007 e su valori ancora più alti in seguito.

... Svezia ...

La Sveriges Riksbank ha portato il tasso PcT dal 2% nel giugno 2006 al 3,25% nel febbraio 2007 con cinque mosse consecutive, in risposta al ritmo sostenuto dell'attività economica. L'inflazione si è tuttavia mantenuta vicina all'obiettivo ufficiale del 2% per effetto delle pressioni al ribasso provenienti dall'estero, tra cui il calo dei corsi energetici nella seconda metà del 2006, e a seguito del rafforzamento della corona. Inoltre, ci si attendeva che le spinte sui prezzi sarebbero rimaste relativamente limitate. Ciò nonostante, la Riksbank preconizzava un nuovo eventuale rialzo di 25 punti base, prima di una possibile pausa sul cammino del generale aumento dei tassi.

... e Svizzera

La Banca nazionale svizzera ha innalzato la fascia obiettivo per il tasso ufficiale dallo 0,75-1,75% all'1,75-2,75% con quattro ritocchi di 25 punti base ciascuno a partire dal giugno 2006. La ripresa dell'economia svizzera è

proseguita con una crescita superiore al potenziale, dovuta al contributo della domanda sia interna, e soprattutto dei consumi privati, sia estera. Il grado di utilizzo della capacità è aumentato considerevolmente nel 2006 e le attese per il 2007 indicavano un ulteriore calo della disoccupazione. Con l'esaurirsi dell'effetto frenante prodotto dalla flessione dei prezzi petroliferi nella seconda metà del 2006, si prevedeva che l'inflazione cominciasse a muoversi al rialzo da metà 2007, pur mantenendosi agevolmente entro l'obiettivo di inflazione fissato dalla banca centrale al disotto del 2%.

Durante lo scorso anno molte banche centrali di questo gruppo di economie industriali avanzate minori hanno dovuto mettere in conto nelle loro decisioni le implicazioni derivanti dai massicci afflussi di capitali in parte associati ai cosiddetti *carry trade* (Capitolo V). I capitali si sono spostati generalmente dalle economie con bassi tassi di interesse, come la Svizzera (e il Giappone), verso paesi con rendimenti relativamente alti, ad esempio Australia, Nuova Zelanda, Regno Unito (e alcune economie emergenti). Tale fenomeno tende a indebolire le valute dei primi e a rafforzare quelle degli altri. Questi andamenti hanno molteplici implicazioni per la politica monetaria, non da ultimo la necessità di gestire le conseguenze dei movimenti dei cambi sulla domanda aggregata e sulle pressioni inflazionistiche. Le spinte al ribasso sui rendimenti a più lungo termine nei paesi destinatari dei capitali hanno avuto altresì la tendenza a controbilanciare l'azione restrittiva perseguita mediante il rialzo dei tassi, mentre il rischio di una brusca correzione della situazione rendeva più incerte le prospettive economiche. Per citare un esempio, proprio la minaccia di una correzione disordinata è stata una delle ragioni per cui la Reserve Bank of New Zealand si è mostrata più cauta nell'inasprire la politica monetaria.

Agli inizi di quest'anno la banca centrale svedese ha cominciato a pubblicare proiezioni sull'andamento futuro dei tassi ufficiali, facendo seguito a decisioni analoghe prese dalla Reserve Bank of New Zealand nel 1998 e dalla Norges Bank nel novembre 2005. Negli ultimi anni è andato aumentando l'interesse a diffondere informazioni sul sentiero programmatico del tasso ufficiale. In ciò alcune banche centrali vedono un mezzo per rendere più trasparente il loro orientamento, potenziando quindi l'efficacia della politica monetaria e contestualmente fornendo ulteriori elementi per dar conto del proprio operato.

È pur vero che queste scelte non sono esenti da rischi. Si ritiene generalmente che il loro successo dipenda in modo cruciale dal fatto che il pubblico si renda effettivamente conto della natura condizionale dell'orientamento prospettico annunciato. Ove ciò non avvenisse, uno scostamento dall'itinerario prestabilito potrebbe tradursi in una perdita di credibilità per la politica monetaria. È inoltre importante che gli annunci sul profilo evolutivo dei tassi ufficiali non influenzino negativamente la qualità dell'informazione proveniente dai mercati finanziari, di cui le banche centrali spesso si servono per verifiche incrociate. Un simile risultato si avrebbe, per esempio, se gli operatori del mercato finanziario reagissero all'orientamento annunciato rinunciando in buona parte a valutare autonomamente le conseguenze degli sviluppi macroeconomici sulle loro prospettive di tasso. Da ultimo, vi è il pericolo che i

Le implicazioni dei cambi e dei *carry trade*

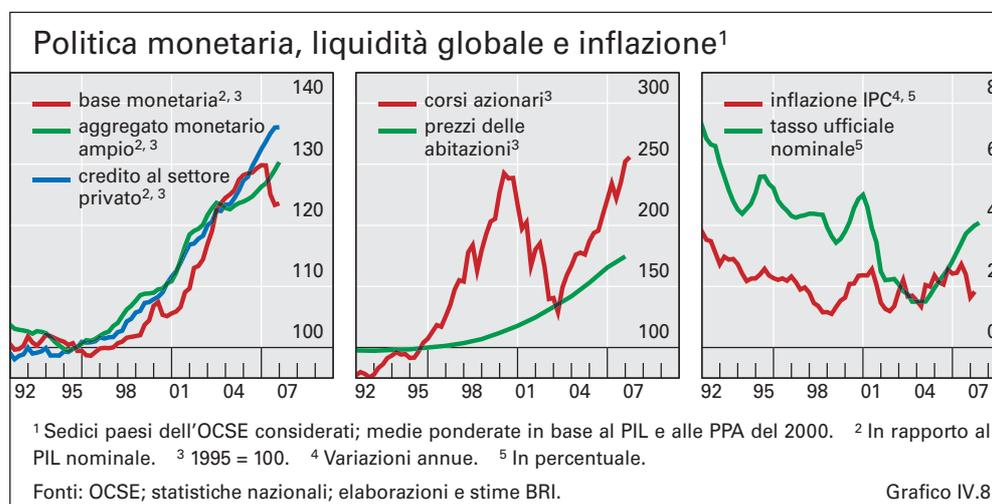
La Svezia inizia a pubblicare proiezioni per il tasso ufficiale

mercati finanziari accolgano l'annuncio come una conclusione scontata, prendendo posizioni unidirezionali che potrebbero sfociare in un'eccessiva assunzione di rischi nel sistema finanziario. Dall'esperienza di tali banche centrali si potranno trarre preziosi insegnamenti con cui giudicare l'efficacia di questi approcci innovativi di politica monetaria.

Ruolo degli aggregati monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria

Diversità di opinioni sull'importanza degli aggregati monetari e creditizi

Un attento esame del comportamento e della comunicazione delle banche centrali rivela l'esistenza di opinioni diverse sul ruolo da assegnare agli aggregati ("quantitativi") monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria. Tali opinioni integrano, in varia misura, tre diverse prospettive concettuali sul ruolo di questi aggregati nell'economia. La prima rispecchia un atteggiamento di scetticismo circa l'affidabilità degli aggregati quantitativi per valutare il futuro corso dell'attività economica e dell'inflazione, specie su orizzonti brevi; a essi quindi non attribuirebbe un ruolo preminente nel quadro di riferimento della politica monetaria. La seconda sottolinea il ruolo centrale della moneta in quanto determinante causale dell'inflazione. In particolare, essa pone in rilievo lo speciale contenuto informativo che gli aggregati monetari possono avere per le tendenze a medio termine dell'inflazione. Pertanto, assegnerebbe a questi aggregati un ruolo di primo piano nello schema concettuale della politica monetaria. La terza e più recente prospettiva fa leva sul contenuto informativo che possono avere aumenti insolitamente rapidi degli aggregati monetari e soprattutto creditizi, specie se associati a un'impennata dei prezzi delle attività e a profili di spesa anomali. Essa considera tali aumenti come possibili sintomi dell'accumularsi di squilibri finanziari e quindi, in prospettiva, di un ciclo *boom-bust*, che potrebbe comportare con il tempo rilevanti costi economici. Analogamente alla seconda prospettiva, anche questa assegnerebbe un ruolo preminente agli aggregati quantitativi nella conduzione della politica monetaria, ma principalmente quali indicatori di rischi a medio termine di recessione, instabilità finanziaria e disinflazione indesiderata.



Questa sezione passa brevemente in rassegna le esperienze pregresse e la storia del pensiero economico su cui si fondano le diverse prospettive, esamina poi in che misura esse siano state incorporate negli attuali schemi concettuali di politica monetaria e considera infine le sfide che si delineano per il futuro. Allo stadio attuale la posta in gioco nel dibattito è alta. Come notato in precedenza, l'espansione degli aggregati monetari e creditizi è stata molto sostenuta, anche se finora l'inflazione è rimasta quiescente (grafico IV.8). Ci si chiede allora se questa rapida espansione debba o meno essere fonte di preoccupazione per le autorità monetarie.

La rapida crescita degli aggregati monetari e creditizi è motivo di preoccupazione?

Il diverso ruolo della moneta e del credito prima degli anni ottanta

Sul piano concettuale, l'attribuzione di un'importanza centrale alla moneta ha origine nell'equazione quantitativa risalente al XIX secolo. Secondo questa teoria, la quantità di moneta impiegata nelle transazioni moltiplicata per il numero di volte in cui viene scambiata in un anno deve essere uguale al totale delle transazioni nominali. Tale equazione è divenuta uno degli elementi chiave della moderna macroeconomia, nella quale si utilizza il PIL nominale come sostituto delle transazioni. Quantomeno alle origini non esisteva una chiara distinzione tra moneta e credito; si può dire però, a rischio di un'eccessiva semplificazione, che si tendeva ad associare più direttamente il credito alla capacità di ottenere finanziamenti esterni per effettuare transazioni e a considerarlo come una potenziale fonte di "offerta" di moneta per il tramite dell'intermediazione bancaria.

Teoria quantitativa

Nei sistemi finanziari altamente regolamentati degli anni cinquanta e inizi anni sessanta l'espansione del credito rivestiva un ruolo centrale nell'attuazione della politica monetaria di molti paesi. In presenza di vari tipi di controlli sui tassi di interesse e sugli impieghi, la disponibilità di credito era considerata come un canale fondamentale per influenzare l'attività economica. Nello stesso tempo, tuttavia, veniva prestata scarsa attenzione alla moneta o al credito come indicatori di futura inflazione. Le evidenze empiriche accumulate rafforzavano in numerosi economisti e responsabili delle politiche il convincimento che l'inflazione fosse determinata in ampia misura dal livello del tasso di disoccupazione. Molti giunsero addirittura alla conclusione che l'esistenza di questa relazione (curva di Phillips) significasse che per ottenere un aumento permanente del prodotto e dell'occupazione sarebbe semplicemente bastato accettare un po' più di inflazione. Nel perseguimento di tale obiettivo, si lasciò che la crescita degli aggregati monetari e creditizi accelerasse, in quanto inizialmente ciò non venne visto come una fonte di preoccupazione.

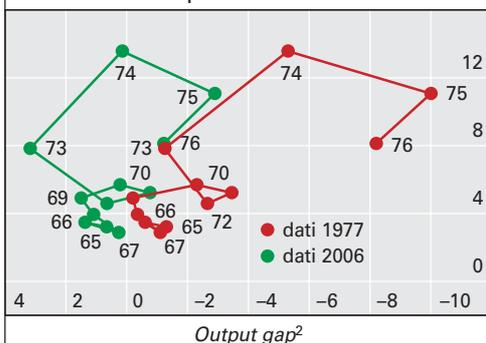
Il successivo aumento indesiderato dell'inflazione, e soprattutto la sua tendenza ad accelerare man mano che si innalzavano le aspettative inflazionistiche, furono interpretati alla stregua di un verdetto di condanna nei confronti della corrente di pensiero prevalente. L'esperienza dimostrò come la curva di Phillips potesse rivelarsi instabile qualora l'azione di politica monetaria si prefiggesse un tasso di disoccupazione inferiore a quello naturale. Ad aggravare le pesanti accuse contribuirono i monetaristi che, fra tanti, avevano già contestato questo approccio sul piano teorico. Essi avevano ammonito che l'aumento della massa monetaria avrebbe solo provocato una fiammata

Crisi della curva di Phillips

Output gap, crescita monetaria e inflazione¹

In percentuale

Curve di Phillips



Crescita monetaria e inflazione



¹ Paesi del G10, esclusi il Belgio e la Svizzera; media dei dati OCSE ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ² Medie annue; scala inversa. Per alcuni paesi, dati retrodatati applicando il filtro di Hodrick-Prescott al PIL in termini reali. ³ Variazioni annue dei prezzi al consumo. ⁴ Aggregato monetario ampio meno crescita del PIL in termini reali.

Fonti: OCSE, *Towards full employment and price stability*, 1977; OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico IV.9

dell'inflazione senza produrre alcun effetto permanente sul ristagno economico (grafico IV.9). Alla luce dei successivi esiti inflazionistici, queste tesi ottennero crescente credito presso la comunità di banche centrali, incoraggiandole nel corso degli anni settanta a ricercare un migliore controllo sull'inflazione e sull'economia attraverso l'impiego degli aggregati monetari come variabili obiettivo intermedie.

È a questo punto che l'equazione quantitativa tornò in auge. L'assunto secondo cui il rapporto tra PIL nominale e moneta ("velocità") è stabile, almeno nel medio periodo, e che la massa monetaria non influenza il prodotto nel lungo termine, forniva alle banche centrali la base teorica su cui impiantare la politica di controllo dell'inflazione influenzando sulla massa monetaria.

Verso la metà degli anni settanta il nuovo approccio di politica monetaria fu diffusamente adottato dai paesi industriali, anche se con gradazioni diverse. Germania e Italia furono le prime nel 1974, seguite da Canada, Stati Uniti e Svizzera un anno dopo, nonché Australia, Francia e Regno Unito nel 1976. Le prassi applicate presentavano notevoli differenze. Ad esempio, Germania e Regno Unito scelsero definizioni ampie di moneta come variabili intermedie, mentre Stati Uniti e Canada optarono per M1. Tuttavia, indipendentemente da queste distinzioni sul piano pratico, l'obiettivo era il medesimo: espellere l'inflazione dal sistema. Le esperienze di Germania, Svizzera e Giappone negli anni settanta furono le prime a dimostrare che l'attenzione posta sugli aggregati monetari poteva servire a domare l'inflazione. E la stessa indicazione giunse dall'esperienza statunitense dei primi anni ottanta, quando l'inflazione a due cifre fu rapidamente ricondotta intorno al 4%.

Minore importanza degli aggregati monetari a partire dagli anni ottanta

Con queste premesse, può sembrare strano che la strategia basata su obiettivi monetari abbia perso consensi. Vi sono stati nondimeno due fattori che hanno

Diffusa
applicazione degli
obiettivi monetari
nelle strategie degli
anni settanta

contribuito a metterla in discussione. Anzitutto, essa ha finito per divenire in parte vittima del proprio successo. Un'inflazione alta e instabile è generalmente il risultato di uno stimolo monetario eccessivo e variabile. Tuttavia, a livelli più bassi l'inflazione può, a breve termine, essere influenzata in misura significativa da numerosi fattori reali, non atti a essere controllati mediante gli aggregati monetari. In secondo luogo, la deregolamentazione e l'innovazione finanziarie hanno gradualmente modificato il contesto finanziario, tanto da ridurre l'affidabilità degli aggregati come parametro di riferimento. Per esempio, negli Stati Uniti agli inizi degli anni ottanta la velocità di M1 si è discostata nettamente dal *trend*, diventando più imprevedibile. La rimozione dei massimali di tasso sui conti transattivi e l'introduzione di una vasta gamma di conti di deposito avevano reso più complesso il controllo monetario. La rapida innovazione finanziaria ha prodotto effetti analoghi altrove. Persino i baluardi del *targeting* monetario, come Germania e Svizzera, non sono risultati immuni da simili sviluppi: la maggiore libertà di movimento dei capitali a livello transfrontaliero ha complicato significativamente la capacità di monitorare l'evoluzione degli aggregati di riferimento.

Il *targeting* monetario perde consensi negli anni ottanta

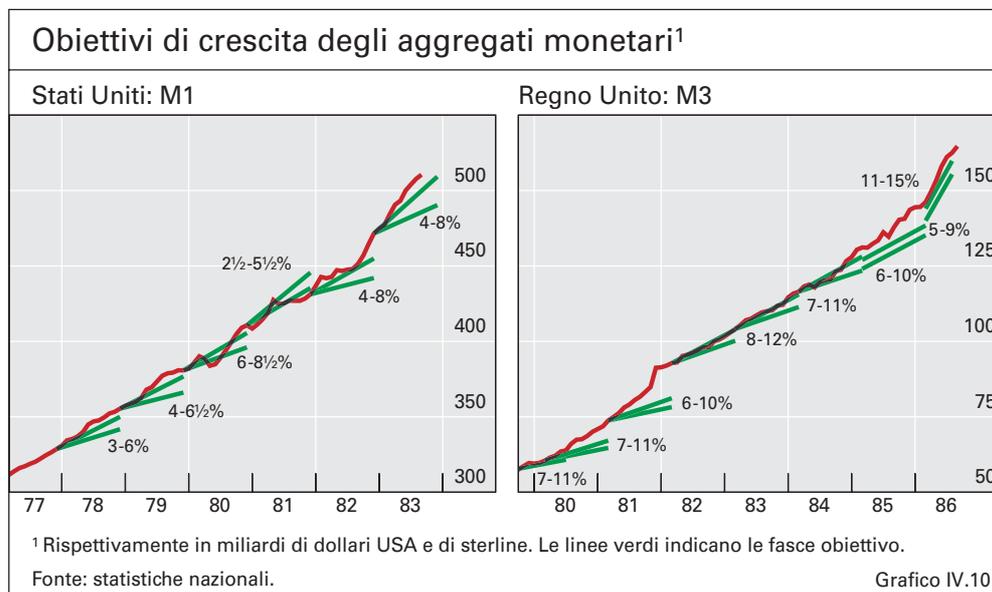
Il mancato conseguimento degli obiettivi monetari, che in molti casi assumeva carattere cronico, rendeva sempre più difficile per le banche centrali fornire spiegazioni del loro operato (grafico IV.10). Naturalmente furono compiuti diversi tentativi per trovare rimedio ai problemi originati dalle mutate circostanze, ad esempio adeguando le fasce obiettivo o ridefinendo gli aggregati prescelti. Nondimeno, la discrepanza fra teoria e pratica del *targeting* monetario suscitava crescenti perplessità sia tra gli scettici sia tra i fautori degli obiettivi quantitativi, tanto da mettere in discussione la validità di tale schema come credibile ancora nominale a medio termine.

Il ripetuto mancato raggiungimento degli obiettivi rende più complessa la comunicazione

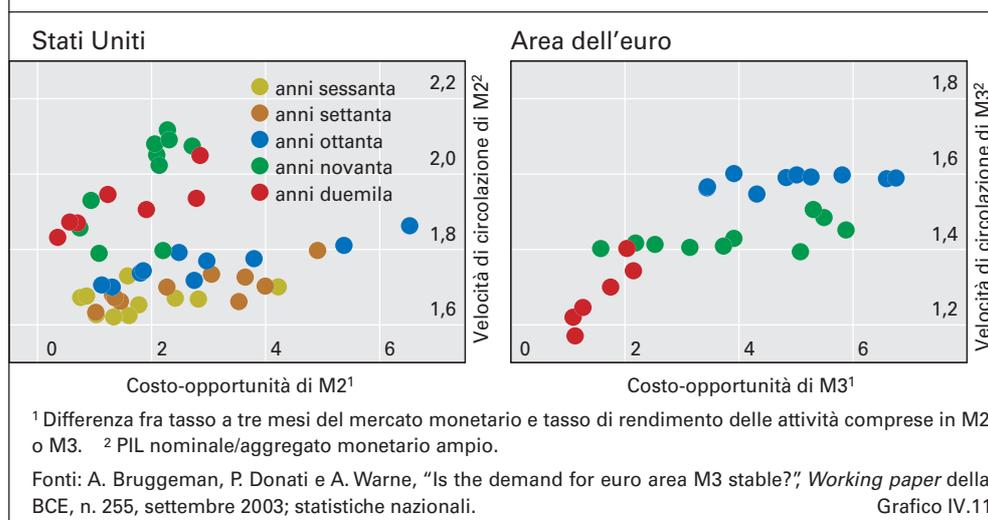
Tentati vari rimedi

A causa di queste difficoltà, nei primi anni novanta gli obiettivi monetari a breve termine erano stati in gran parte abbandonati nei paesi industrializzati, a favore dell'impiego degli aggregati monetari come variabili informative di importanza meno preminente nella valutazione del potenziale

Gli aggregati quantitativi vengono declassati al rango di monitoraggio in gran parte dei paesi



Variazioni nella velocità di circolazione della moneta



inflazionistico, specie su orizzonti di medio periodo. Ciò indusse varie banche centrali ad adottare in forma più o meno ufficiale fasce di monitoraggio degli aggregati (si veda la 67^a *Relazione annuale* per una cronologia di simili cambiamenti di regime nei paesi industriali avanzati). In taluni casi, le fasce riguardavano sia gli aggregati monetari in senso ampio e stretto sia gli aggregati creditizi. Ma anche così non mancavano le difficoltà, specie in quanto gli sviluppi finanziari continuavano a influire negativamente sulla stabilità della velocità di circolazione della moneta su periodi di tempo prolungati (grafico IV.11).

Per completezza, comunque, va detto che il cambiamento di approccio non era stato universale. La Germania continuava ad assumere come obiettivo il tasso di crescita monetaria sull'anno precedente (utilizzando come aggregato non più la moneta della banca centrale, bensì M3). Inoltre, negli anni novanta la Svizzera optò per una strategia inedita a medio termine basata sul tasso medio di crescita monetaria nell'arco di tre-cinque anni.

Cresce il favore per la strategia con obiettivi di inflazione

È probabile che il tramonto dell'impiego formale in politica monetaria degli aggregati monetari e creditizi sia cominciato con l'adozione, a cavallo tra gli anni ottanta e novanta, di un sistema incentrato su obiettivi di inflazione da parte di un gruppo di economie industriali minori. Questi sistemi comportavano sostanzialmente il perseguimento di un obiettivo di inflazione prevista su un orizzonte di uno-due anni mediante la manovra dei tassi di interesse (come variabile strumentale). Ai fini dell'esercizio previsionale assumevano rilevanza maggiore le misure del sottoimpiego di risorse, sebbene in linea di principio nulla impedisse l'uso degli aggregati quantitativi come importanti variabili informative. Tuttavia, per motivi di ordine pratico le banche centrali di molte di queste economie non assegnavano alle grandezze monetarie un tale ruolo. Dopotutto, vari paesi che avevano optato per l'*inflation targeting* l'avevano fatto proprio perché insoddisfatti dalle strategie basate su obiettivi monetari.

Molte banche centrali abbandonano gli aggregati quantitativi

Nel decennio successivo l'importanza degli aggregati quantitativi è andata ulteriormente calando. A livello di conduzione della politica monetaria, ciò rifletteva il rapido diffondersi degli obiettivi di inflazione tra un numero sempre maggiore di paesi, non da ultimo fra le economie emergenti. A livello accademico, il declassamento, se non la vera e propria obsolescenza, degli aggregati quantitativi rispecchiava lo sviluppo e l'affermazione, come modelli di riferimento, di nuovi paradigmi macroeconomici che di fatto ignoravano completamente il ruolo della moneta e del credito, focalizzandosi esclusivamente sui tassi di interesse e sulle misure del sottoimpiego.

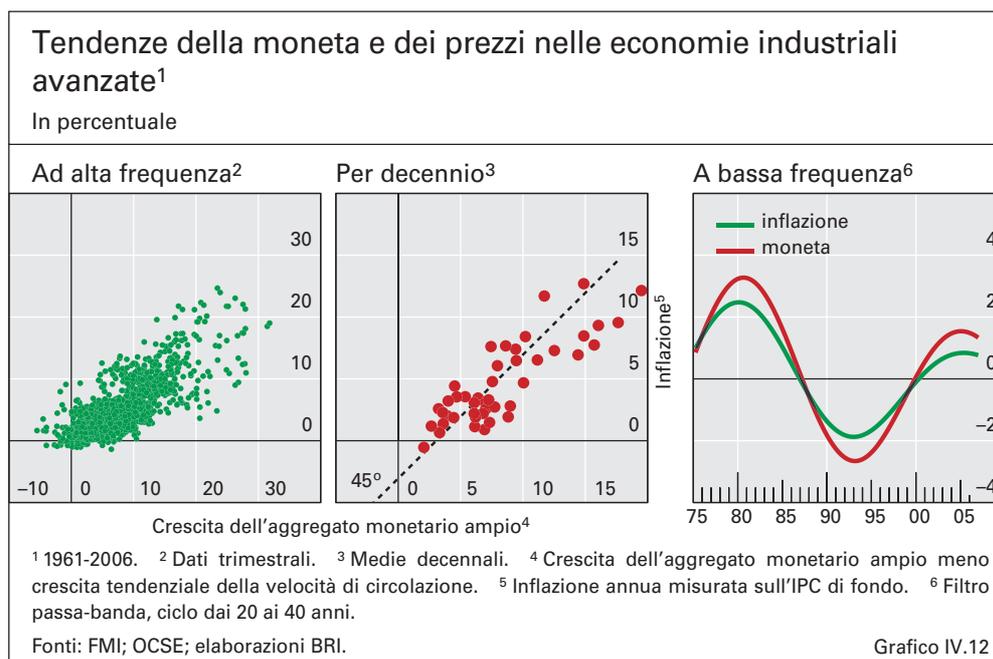
Recente revival?

L'istituzione della Banca centrale europea ha contribuito a rilanciare il dibattito sul ruolo degli aggregati quantitativi. Fin dall'inizio la BCE ha scelto di seguire da vicino l'evoluzione della moneta, sulla scia della tradizione monetarista della Bundesbank, facendo dell'analisi monetaria un pilastro importante per la valutazione degli andamenti e la conduzione della politica monetaria. L'adozione formale dello schema a due pilastri, la sua successiva riconferma e il suo impiego coerente sono esemplari al riguardo. In effetti, la BCE ha fatto costante affidamento sull'analisi monetaria come strumento per sottoporre a verifica incrociata, in un'ottica di medio periodo, i segnali di spinte inflazionistiche risultanti da un'analisi economica più convenzionale incentrata su un orizzonte temporale di più breve termine. La BCE ha altresì condotto un'attività di ricerca esaustiva che ha fornito considerevoli elementi empirici e teorici a sostegno del suo approccio.

La BCE eredita la tradizione monetarista

Fino a epoca recente, il tipo di riscontro empirico utilizzato per avvalorare questo approccio si incentrava perlopiù sul nesso tra moneta e inflazione evidenziato dall'equazione quantitativa. Si possono citare alcuni esempi. Primo, è stato argomentato che tale nesso, a lungo termine, continua a sussistere

Alcuni riscontri empirici avvalorano questo approccio



La crescita monetaria come anticipatore dell'inflazione di fondo ¹				
	Costante	Valore ritardato di un anno		
		Inflazione di fondo ²	<i>Output gap</i>	Crescita della moneta ³
Area dell'euro	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Australia	0,4	0,7**	0,4	0,1
Canada	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Giappone	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Norvegia	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Nuova Zelanda	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Regno Unito	-0,0	0,8**	0,5**	0,2
Stati Uniti	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Svezia	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Svizzera	0,1	0,6**	0,6**	0,1**

¹ Risultati della regressione dell'inflazione di fondo dei prezzi al consumo sulle variabili indicate. Periodo campione 1971-2006, valori annuali; i simboli * e ** denotano significatività statistica rispettivamente al livello del 10 e 5%. ² Inflazione misurata sull'IPC al netto di alimentari ed energia. ³ Moneta definita in termini di M2 per area dell'euro, Canada, Stati Uniti, Svezia e Svizzera, M2+CD per il Giappone, e aggregato monetario ampio secondo la definizione dell'OCSE per Australia, Norvegia, Nuova Zelanda e Regno Unito.

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

nonostante i vari cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario (grafico IV.12). Secondo, nella competizione tra misure dell'*output gap* e moneta è stato talora individuato un ruolo complementare per gli aggregati monetari (come illustrato nella tabella IV.1), a riprova della loro potenziale utilità come variabili informative addizionali. Inoltre, l'analisi empirica ha mostrato come il contenuto informativo degli aggregati monetari per l'inflazione sembri aumentare, e quello delle misure del sottoimpiego diminuire, man mano che si allunga l'orizzonte temporale, convalidando l'importanza della verifica incrociata in un'ottica di medio periodo.

Ritorno in auge degli aggregati creditizi

Nello stesso tempo, nei primi anni 2000 si è fatta strada un'altra prospettiva, che pone particolare enfasi sul ruolo degli aggregati quantitativi, e in particolare del credito. Questa corrente di pensiero affonda le sue radici agli inizi del XX secolo, nelle teorie sulle fluttuazioni cicliche che avevano posto l'accento sui processi tendenti ad autorafforzarsi e a provocare occasionalmente oscillazioni esasperate del ciclo. Essa attinge anche alla dottrina tradizionale che sottolinea l'importanza del credito e dei comportamenti speculativi come causa di instabilità finanziaria. Contiene infine elementi dei più recenti sviluppi della teoria economica, che rilevano come le imperfezioni del credito siano in grado di amplificare i cicli economici.

Questa evoluzione del pensiero scaturiva dall'osservazione di alcuni episodi recenti di boom economici e finanziari, cui erano seguite fasi contrattive alquanto gravi, con ripercussioni onerose. Ne è un esempio drammatico la recessione giapponese iniziata nei primi anni novanta. La fase espansiva in questo caso si era caratterizzata per un brusco aumento del credito,

L'esperienza di cicli *boom-bust* evidenzia il ruolo potenziale della moneta e soprattutto del credito ...

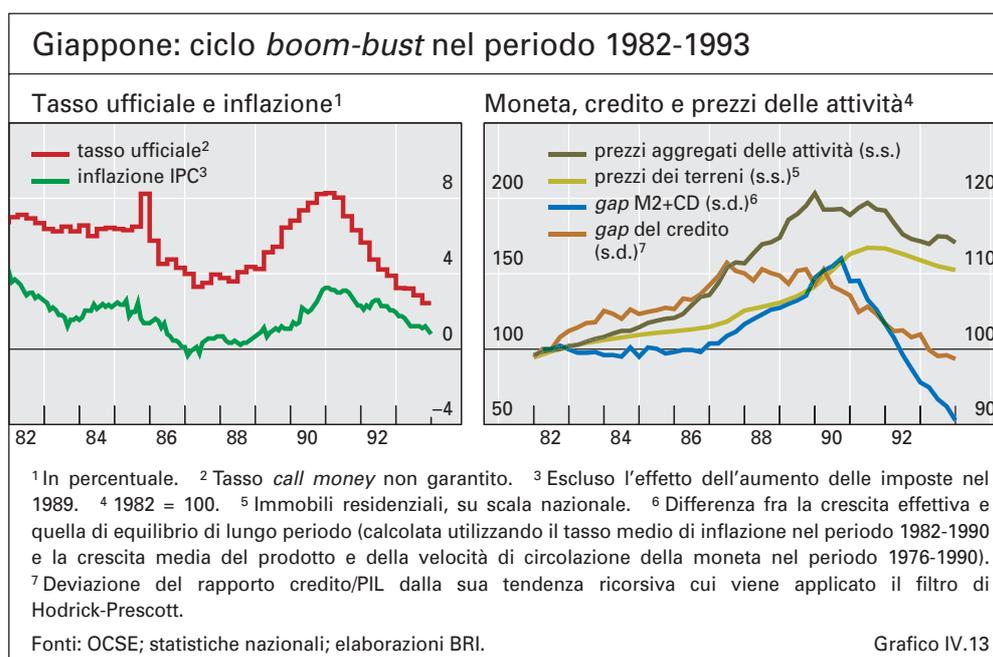
... specie in Giappone

crescenti prezzi delle attività e livelli insolitamente alti degli investimenti interni. A ciò si aggiungeva il fatto, particolarmente rilevante, che durante la rapida espansione l'inflazione manifesta non aveva costituito un problema, probabilmente per effetto degli andamenti favorevoli dal lato dell'offerta (grafico IV.13).

Inoltre, la ricerca ha documentato in misura crescente che questo tipo di boom del credito con esiti infausti si è riscontrato anche in altri paesi industriali ed economie emergenti e in epoche diverse. Sebbene la dinamica dei prezzi non sia sempre stata la stessa in tutti gli episodi, in genere l'inflazione non ha suscitato particolare preoccupazione. Fra gli esempi si possono citare le crisi bancarie nei paesi nordici a cavallo fra gli anni ottanta e gli anni novanta, la crisi nel Sud-Est asiatico del 1997-98 e, in certa misura, alcuni aspetti dei cicli nel Regno Unito e negli Stati Uniti, conclusisi con le recessioni dei primi anni novanta. Altre ricerche sono risalite ancor più a ritroso nel tempo per constatare che il periodo antecedente la Grande Depressione era stato contraddistinto da un analogo profilo non inflazionistico. Se ne può dedurre che i meccanismi economici e i comportamenti umani all'origine dei cicli di questo tipo sono sopravvissuti ai rilevanti cambiamenti che hanno interessato la struttura delle economie, il loro grado di apertura e i regimi regolamentari.

Questa prospettiva ha trovato sostegno in analisi statistiche più formali che mostrano come le rilevazioni in tempo reale della compresenza di aumenti eccezionalmente rapidi del credito e dei prezzi delle attività possano avere un contenuto informativo in merito a tensioni finanziarie, indebolimento del prodotto e disinflazione oltre il tradizionale orizzonte di uno-due anni normalmente impiegato ai fini della politica monetaria. Più in generale, gli studi econometrici hanno cominciato a individuare un ruolo significativo degli aggregati quantitativi, sia monetari sia creditizi, in questo tipo di fluttuazioni economiche *boom-bust*, nelle quali un ruolo chiave è svolto dai prezzi degli immobili.

Osservati anche altrove episodi di boom del credito con esiti infausti



Implicazioni per la politica monetaria

La principale implicazione di questa prospettiva è che potrebbe essere auspicabile contemplare negli schemi di politica monetaria la possibilità di opporre resistenza a un presumibile accumulo di squilibri finanziari anche quando le previsioni di inflazione a breve sono favorevoli. Ciò agirebbe come una sorta di assicurazione che limiti i rischi e i costi di un'eventuale correzione degli squilibri con effetti potenzialmente destabilizzanti. Una simile correzione potrebbe aver luogo sia a causa della gravità stessa degli squilibri, sia per l'emergere ritardato di pressioni inflazionistiche che richiedano interventi restrittivi da parte della banca centrale. Di fatto, in un contesto di bassa inflazione, gli effetti disinflazionistici di una fase contrattiva potrebbero trasformarsi in rischi di deflazione, con complicazioni derivanti dagli oneri del debito reale e dai vincoli della soglia zero per i tassi di interesse nominali. Sul piano operativo, un inasprimento preventivo richiederebbe un orizzonte previsionale più lungo dei tradizionali uno-due anni, così da consentire una valutazione più strutturata dei rischi nell'esercizio prospettico.

Valutazione degli andamenti monetari e creditizi nelle decisioni di politica monetaria

Le banche centrali hanno adottato posizioni diverse sul ruolo da attribuire agli aggregati monetari e creditizi negli attuali schemi concettuali di politica monetaria.

Alcune banche centrali sono ancora riluttanti ad assegnare un ruolo preminente alla moneta ...

Molte banche centrali hanno incontrato difficoltà nell'estrarre dagli aggregati monetari informazioni sufficientemente affidabili da poter utilizzare come indicatori per l'inflazione, e di conseguenza si sono mostrate riluttanti ad assegnare a tali grandezze un ruolo preminente nel controllo del processo inflazionistico. Rientrano in questa categoria la Federal Reserve e la maggior parte delle autorità monetarie con obiettivi di inflazione. Tuttavia, alcune di queste banche centrali hanno cominciato a chiedersi se sia giustificato un atteggiamento di "benevola indifferenza" verso gli aggregati monetari, soprattutto laddove questi ultimi sono cresciuti rapidamente. La Bank of England e, in maggior misura, la Banca nazionale svizzera ne sono due esempi. Viceversa, fin dalle sue origini la BCE ha sempre sottolineato l'importanza degli aggregati monetari per una verifica incrociata delle indicazioni provenienti dalle determinanti a breve termine dell'inflazione.

... altre risultano invece più propense

Maggiore disponibilità a considerare il credito come fattore di squilibri finanziari

Negli ultimi anni la cultura delle banche centrali si è fatta in certa misura più ricettiva nei confronti della prospettiva che enfatizza il ruolo potenziale degli aggregati quantitativi nel segnalare squilibri finanziari. Per esempio, la BCE ha esteso e affinato l'interpretazione del pilastro dell'analisi monetaria, in modo da rispecchiare il ruolo del credito e dei prezzi delle attività. Analogamente, anche la seconda prospettiva (a medio termine) del nuovo schema concettuale della Bank of Japan può includere questi fattori. Inoltre, diversi regimi con obiettivi di inflazione considerano ora la possibilità di estendere il normale orizzonte temporale alla luce di un potenziale accumulo di squilibri finanziari, coerentemente con questo approccio (Bank of England, Sveriges Riksbank e Norges Bank), oppure hanno sottolineato l'importanza di porsi fin dal principio in un orizzonte di medio periodo, come nel caso della Reserve Bank of Australia.

Negli anni a venire si assisterà probabilmente a un ulteriore intensificarsi del dibattito su quanta preminenza attribuire agli aggregati monetari e creditizi negli schemi concettuali della politica monetaria. L'attuale rapida espansione di questi aggregati in varie parti del mondo potrebbe indurre alcune banche centrali a porsi quesiti esistenziali sulla risposta appropriata da dare sul piano della *policy*. Come si è notato in precedenza, la posta in gioco è alta. Attribuendo un peso eccessivo agli aggregati si corre il rischio di iperreazioni e di rendere più confuse le idee del pubblico sulle strategie e priorità della banca centrale, specie nelle economie in cui le pressioni inflazionistiche a breve restano contenute. Sottovalutando i loro segnali vi è all'opposto il rischio di reagire troppo poco e troppo tardi. In ultima analisi, nell'uno e nell'altro caso la credibilità della banca centrale cammina sul filo.