

# La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità

In ottobre e dicembre 1998 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha reso noti i principali elementi della sua strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità. Tale strategia è tesa a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, adempiendo in tal modo al mandato conferito al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dal Trattato che istituisce la Comunità europea (il "Trattato"). La strategia farà da guida alla politica monetaria unica dell'Eurosistema, il sistema composto dalla BCE e dalle banche centrali degli 11 Stati membri che hanno introdotto l'euro dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). La strategia dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, consta di tre elementi principali: una definizione quantitativa dell'obiettivo primario dell'Eurosistema, la stabilità dei prezzi, e "due pilastri" su cui la strategia poggia per il raggiungimento di tale obiettivo. Questi pilastri sono: un ruolo di primo piano della moneta, come segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per il tasso di crescita di un aggregato monetario ampio, e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi nell'insieme dell'area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità.

## I La stabilità dei prezzi e la sua importanza

Il Trattato stabilisce che "l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi" (cfr. riquadro I: "Il mandato dell'Eurosistema: riferimenti essenziali dal Trattato"). Al fine di adempiere a questo mandato, chiaramente definito, il Trattato conferisce al SEBC - e, di conseguenza, all'Eurosistema - un grado elevato di indipendenza istituzionale, pur nel rispetto di obblighi dettagliati riguardanti la trasparenza e il rendere conto del proprio operato.

La logica del Trattato è chiara. Assegnando

inequivocabilmente l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi a una banca centrale indipendente, esso riconosce che incentrare la politica monetaria sul mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro costituisce una garanzia che essa darà il miglior contributo possibile agli obiettivi economici più ampi dell'Unione europea e dei suoi cittadini. Questa conclusione trae origine dal convincimento - confermato da decenni di esperienza e da un numero cospicuo di studi empirici - che una politica monetaria che riesca a mantenere la

### Riquadro I

#### Il mandato dell'Eurosistema: riferimenti essenziali dal Trattato

##### Articolo 105 (1)

L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2.

##### Articolo 2

La Comunità ha il compito di promuovere (...) uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche nell'insieme della Comunità, una crescita sostenibile, non inflazionistica e che rispetti l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra Stati membri.

##### Articolo 3a

Ai fini enunciati all'articolo 2, l'azione degli Stati membri e della Comunità comprende (...) la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nella Comunità.

## Riquadro 2

### I benefici della stabilità dei prezzi

Un gran numero di argomentazioni economiche mette in evidenza i benefici della stabilità dei prezzi. Questo riquadro esamina in particolare i benefici della stabilità dei prezzi per le prospettive della crescita economica e dell'occupazione. Tra le argomentazioni principali sono da segnalare le seguenti:

1. La stabilità dei prezzi migliora la trasparenza del *meccanismo dei prezzi relativi*, evitando così distorsioni e contribuendo ad assicurare che il mercato *effettui in maniera efficiente l'allocazione delle risorse reali* sia tra i diversi utilizzi sia nel tempo. Un'allocazione più efficiente aumenta il potenziale produttivo dell'economia. In tal senso, la stabilità dei prezzi crea le condizioni migliori per assicurare l'efficacia delle necessarie riforme strutturali attuate dai governi nazionali per aumentare la flessibilità e l'efficienza dei mercati.
2. Come discusso nel testo, prezzi stabili *minimizzano il premio per il rischio di inflazione* nei tassi di interesse a lungo termine, in tal modo abbassandoli e contribuendo a stimolare gli investimenti e la crescita.
3. Se il *livello futuro dei prezzi è incerto*, risorse reali vengono assorbite dal tentativo di coprirsi contro il rischio di inflazione o di deflazione, anziché essere destinate a usi produttivi. Mantenere in modo credibile la stabilità dei prezzi evita tali costi e crea le condizioni per decisioni di investimento produttivo efficienti. La stabilità dei prezzi elimina, inoltre, i costi reali in cui si incorre quando *l'inflazione o la deflazione aggravano gli effetti distorsivi del sistema fiscale e di quello di assistenza sociale* sul comportamento economico.
4. Mantenere la stabilità dei prezzi *evita la pervasiva e arbitraria redistribuzione di ricchezza e di reddito* che si crea in condizioni sia di inflazione sia di deflazione, contribuendo così a mantenere la coesione e la stabilità sociale.

L'insieme di tali argomentazioni suggerisce che il mantenimento della stabilità dei prezzi è in sé un contributo al conseguimento di un elevato livello di prodotto e di occupazione. La logica sottostante sia al Trattato sia alla strategia della politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, è, pertanto, che gli obiettivi di prodotto e di occupazione sono perseguiti più efficacemente attraverso una politica monetaria che si concentri sulla stabilità dei prezzi.

Inoltre, l'evidenza empirica dimostra chiaramente che i benefici sulla crescita della stabilità dei prezzi sono significativi. Da diversi studi comparati, comprendenti un gran numero di paesi, sembra emergere che le nazioni con più bassa inflazione crescono, in media, più rapidamente (per esempio, Robert J. Barro dimostra questa conclusione in *Determinants of economic growth*, MIT Press, 1997). Inoltre, le stime empiriche indicano che i benefici della stabilità dei prezzi possono risultare considerevoli. Numerosi studi hanno mostrato che i costi sostenuti quando l'inflazione aggrava le distorsioni inerenti ai sistemi fiscali e di assistenza sociale sono rilevanti (cfr., ad esempio, Martin S. Feldstein, *Costs and benefits of price stability*, Chicago University Press, in corso di pubblicazione nel 1999). L'estensione di questa analisi a diversi paesi dell'area dell'euro mostra che i benefici del mantenimento della stabilità dei prezzi in tali contesti potrebbero essere perfino maggiori che negli Stati Uniti.

stabilità dei prezzi in modo credibile e duraturo fornisce il miglior contributo complessivo al miglioramento delle prospettive economiche e all'aumento del tenore di vita. Il riquadro 2 passa in rassegna le argomentazioni principali a favore della rilevanza dei benefici della stabilità dei prezzi ai fini della crescita e dell'occupazione.

Il Trattato riconosce, inoltre, che la politica monetaria unica dell'Eurosistema interagirà con

le politiche attuate da altre istituzioni nell'Unione europea. Dato il rischio potenziale di pressioni politiche nella definizione e nell'attuazione della politica monetaria unica, il Trattato ha reso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) indipendenti dai governi nazionali e da interferenze politiche. Tale indipendenza istituzionale consente all'Eurosistema di perseguire la stabilità dei prezzi con l'adeguato orientamento di medio periodo, aumentando

così in modo significativo la credibilità della politica monetaria. E' ampiamente riconosciuto che una banca centrale che mancasse di indipendenza sarebbe facilmente oggetto di pressioni per perseguire obiettivi di breve termine, che potrebbero pregiudicare il mantenimento della stabilità dei prezzi. L'indipendenza istituzionale dell'Eurosistema, garantita dal Trattato, risponde pertanto agli interessi dei cittadini, i quali beneficiano della condizione di prezzi stabili che ne deriva.

### **Stabilità dei prezzi e tasso di cambio**

Tuttavia, indipendenza istituzionale non significa isolamento. L'Eurosistema interagirà con le altre autorità di politica economica, per esempio per quanto concerne la politica del cambio. Dovendo questa essere coerente con la politica monetaria, il Trattato stabilisce che l'obiettivo principale della politica del cambio della Comunità è il mantenimento della stabilità dei prezzi. In tale contesto, il Trattato affida all'Eurosistema il "compito fondamentale" di svolgere "operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 109". L'articolo 109 prevede che il Consiglio dei ministri (nella composizione dei ministri delle Finanze), deliberando all'unanimità, possa concludere "accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute non comunitarie". Inoltre, in esso si menziona che, deliberando a maggioranza qualificata, il Consiglio dei ministri può altresì formulare "orientamenti generali" di politica del cambio rivolti all'Eurosistema. Relativamente alla prima questione, il Consiglio dei ministri ha chiarito in un rapporto al Consiglio europeo nel dicembre 1997 che, con ogni probabilità, non sarà istituito nel prossimo futuro un sistema formale di tassi di cambio di questo tipo. Nello stesso rapporto, il Consiglio dei ministri ha annunciato, pur se in forma non vincolante dal punto di vista giuridico, che formulerà "orientamenti" solo in circostanze eccezionali, come per esempio nel caso di un evidente disallineamento.

Nelle circostanze attuali - in cui non esiste né un accordo formale di cambio né un orientamento generale - il tasso di cambio

dell'euro è il risultato della politica monetaria e delle altre politiche economiche nell'area dell'euro e al suo esterno, sia presenti sia attese, nonché della percezione di tali politiche da parte degli operatori economici. Dal momento che la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema non contiene un obiettivo di cambio dell'euro, il compito di concentrarsi sul mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è facilitato.

### **Politica monetaria e sostegno delle politiche economiche generali**

Riflettendo l'esigenza generale di cooperazione reciproca e di dialogo tra le diverse autorità di politica economica in un contesto di interdipendenza, il Trattato richiede all'Eurosistema di "*sostenere le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2*". Nel contempo, come ulteriore riconoscimento dei pericoli di interferenza politica nella politica monetaria, il Trattato stabilisce che l'azione dell'Eurosistema debba essere svolta "*fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi*". Sia la logica del Trattato sia l'argomentazione presentata nel riquadro 2 lasciano chiaramente intendere che il miglior contributo che la politica monetaria unica possa offrire in questo ruolo di sostegno è quello di concentrarsi in modo inequivocabile sul mantenimento di prezzi stabili nel medio termine, creando così le condizioni in cui le altre politiche possono essere più efficaci. In assenza di tale consapevolezza, esiste il pericolo che possano sorgere dubbi circa l'impegno dell'Eurosistema al mantenimento di prezzi stabili. Le aspettative inflazionistiche e i premi per il rischio crescerebbero, aumentando i tassi di interesse a più lungo termine ed elevando il costo degli investimenti necessari a produrre miglioramenti sostenibili e duraturi nel tenore di vita.

Al riguardo, il Consiglio direttivo della BCE è molto preoccupato dall'attuale alto livello di disoccupazione nell'area dell'euro. Tuttavia, le cause di questo problema sono, in modo preponderante di natura strutturale. Esso trova origine principalmente nella rigidità dei mercati

### **Riquadro 3**

#### **Trasparenza e responsabilità dell'Eurosistema**

In generale, le banche centrali dovrebbero essere aperte, trasparenti e pronte a rispondere del proprio operato, fornendo ai cittadini resoconti esaurienti circa le proprie attività, compresa la conduzione della politica monetaria. Una banca centrale trasparente e che rende conto del proprio operato rafforza la propria credibilità comunicando in modo chiaro con i cittadini e mostrando, così, che la sua politica monetaria è adeguatamente orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Al riguardo, l'Eurosistema soddisfa, o va oltre, i requisiti più stringenti adottati per le altre banche centrali.

Il Presidente della BCE terrà una conferenza stampa subito dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo. In tali occasioni, presenterà un resoconto dettagliato del parere del Consiglio sulla situazione economica e sulle previsioni circa l'andamento dei prezzi, seguito da una sessione di domande e risposte. Il calendario di tali riunioni e conferenze è già stato annunciato per il 1999. A questo resoconto regolerà si aggiungerà la pubblicazione di un Bollettino mensile, che intende fornire al pubblico e ai mercati finanziari una valutazione approfondita delle condizioni economiche, unitamente ad articoli sulla struttura economica e su questioni rilevanti per la politica monetaria unica.

Inoltre, il bilancio dell'Eurosistema sarà pubblicato settimanalmente. Sarà predisposto un rapporto annuale sulle attività dell'Eurosistema, nonché rapporti trimestrali. Tali rapporti saranno presentati al Parlamento europeo, al Consiglio dei ministri e alla Commissione delle Comunità europee. Il Parlamento europeo terrà un dibattito generale sui rapporti ricevuti. Il Presidente della BCE e i membri del Comitato esecutivo risponderanno a domande poste dai comitati del Parlamento europeo. Il Presidente si presenterà al comitato parlamentare cinque volte l'anno, dopo la presentazione dei suddetti rapporti trimestrali e di quella annuale.

Attraverso i propri discorsi, i membri del Consiglio direttivo informeranno inoltre l'opinione pubblica sulla politica monetaria e la situazione economica. Lavori di ricerca e analisi tecniche predisposti dal personale della BCE saranno pubblicati per essere sottoposti alla valutazione specialistica della comunità scientifica. Questi articoli, nonché altre presentazioni, analizzeranno non solo la questione centrale della politica monetaria e del meccanismo di trasmissione monetario, ma anche i principali problemi economici cui l'Europa si trova a far fronte, non da ultimo quello dell'elevato livello di disoccupazione.

Attraverso tutti questi mezzi di comunicazione la BCE si impegna a informare il pubblico in modo chiaro e trasparente. In tale contesto, l'Eurosistema dimostra chiaramente elevati livelli di trasparenza e responsabilità per il proprio operato.

del lavoro e dei beni nell'area dell'euro, derivante in parte da una eccessiva o inappropriata regolamentazione. Le riforme economiche strutturali atte a ridurre tali rigidità sono la giusta risposta di politica economica. Nei paesi dell'area dell'euro in cui tali riforme sono state attuate, la disoccupazione ha registrato un calo notevole. Politiche strutturali efficaci nell'area nel suo insieme aumenterebbero il ritmo di crescita di lungo periodo, e di ciò l'Eurosistema terrebbe naturalmente conto nella strategia di politica monetaria. Tuttavia, tentare di ridurre la disoccupazione mediante l'attuazione di una politica monetaria inflazionistica sarebbe, in definitiva,

controproducente perché questa non farebbe che minare quella stabilità dei prezzi nel medio termine che rappresenta la base per una crescita duratura e sostenibile dell'occupazione.

#### **Trasparenza e responsabilità**

Tutte le banche centrali operano in un dato contesto sociale, politico e istituzionale. In un quadro democratico, è vitale che una banca centrale indipendente sia aperta, trasparente e chiara relativamente alle ragioni sottostanti alle sue azioni, e che renda conto ai cittadini dei risultati ottenuti. Riconoscendo l'importanza di tali que-

zioni nell'area dell'euro, il Trattato impone all'Eurosistema alcuni tra i più rigidi obblighi di informazione stabiliti per le altre banche centrali. In

pratica, l'Eurosistema si è già impegnato ad andare perfino oltre tali rigidi requisiti (cfr. riquadro 3: Trasparenza e responsabilità dell'Eurosistema).

## 2 Il ruolo di una strategia di politica monetaria

L'obiettivo principale della politica monetaria unica è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia l'Eurosistema, come tutte le banche centrali, non può controllare direttamente il livello dei prezzi utilizzando gli strumenti di politica monetaria a propria disposizione, ma si trova di fronte un complesso processo di trasmissione, che mette in relazione le proprie scelte di politica monetaria con le variazioni nel livello generale dei prezzi. Tale meccanismo di trasmissione della politica monetaria è caratterizzato dall'esistenza di vari e distinti canali, ciascuno con ritardi di risposta lunghi, variabili e non del tutto prevedibili. Inoltre, il meccanismo di trasmissione stesso è in continua evoluzione in conseguenza dei cambiamenti nel comportamento degli agenti economici e nella struttura istituzionale.

Data la complessità del meccanismo di trasmissione, la preparazione, la discussione e la presentazione delle decisioni di politica monetaria devono essere inserite in un quadro esplicativo coerente. È questo il ruolo della strategia della politica monetaria, che adempie a due compiti fondamentali.

- *In primo luogo*, la strategia impone una chiara struttura al processo di definizione della politica monetaria. La strategia deve garantire che il Consiglio direttivo abbia le informazioni e le analisi necessarie per prendere decisioni efficaci di politica monetaria, atte a mantenere la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo deve operare sulla base di un quadro analitico coerente, che gli consenta di tradurre l'evoluzione della situazione economica in decisioni appropriate riguardo alle condizioni offerte sia nelle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema sia in quelle attivabili dalle controparti. Utilizzando questi strumenti, l'Eurosistema può esercitare un considerevole controllo operati-

vo sui tassi di interesse di mercato a breve termine, che a loro volta si riflettono su altre variabili economiche e, da ultimo, sul livello dei prezzi.

- *In secondo luogo*, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema è un veicolo di comunicazione con l'opinione pubblica. La politica monetaria raggiunge la massima efficacia quando è credibile, quando, cioè, vi è piena fiducia nel fatto che essa è interamente votata al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi ed è attuata in modo da raggiungere efficacemente tale obiettivo. Pertanto, la strategia di politica monetaria deve non solo segnalare qual è l'obiettivo prioritario della politica monetaria, ma anche convincere che tale obiettivo sarà raggiunto.

Nel disegnare una strategia di politica monetaria che adempia a questi due ruoli complementari, è essenziale conoscere il funzionamento dell'economia. In particolare, è necessario essere consapevoli di quali informazioni su futuri pericoli per la stabilità dei prezzi possono essere desunte dall'osservazione degli sviluppi correnti nella situazione economica; ossia, devono essere analizzate le proprietà delle variabili monetarie, finanziarie e di altre variabili economiche quali *indicatori* per l'andamento dei prezzi.

Inoltre, è di fondamentale importanza comprendere nelle sue ramificazioni come la politica monetaria, attraverso i tassi di interesse nominali a breve termine, influenzerà l'economia in generale e, da ultimo, il livello dei prezzi. La comprensione del meccanismo di trasmissione serve a consentire la formulazione di un giudizio sull'adeguatezza delle misure di politica monetaria assunte per far fronte ai pericoli per la stabilità dei prezzi, rivelati dalle variabili che fungono da indicatori.

Una strategia di politica monetaria è pertanto una descrizione coerente e strutturata di come le decisioni di politica monetaria saranno prese

alla luce del comportamento degli indicatori economici, al fine di raggiungere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

### 3 Criteri di selezione della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema

#### Criteri generali

Al fine di raggiungere gli scopi descritti in precedenza, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema deve soddisfare alcuni criteri generali. Tra tali criteri, il principio di *efficacia* ha un ruolo preminente. La migliore strategia di politica monetaria per l'Eurosistema è quella che assicura al meglio il raggiungimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, segnalando al contempo un impegno credibile e realistico in tal senso.

Come discusso sopra, una strategia di politica monetaria deve essere credibile per essere efficace. In altri termini, l'opinione pubblica in generale, e i mercati finanziari in particolare, devono essere persuasi che il Consiglio direttivo della BCE è impegnato al mantenimento della stabilità dei prezzi, che dispone degli strumenti e della professionalità necessari a tal fine e attua la politica monetaria perseguendo questo obiettivo.

Al fine di costruire una buona reputazione, e quindi la credibilità necessaria a dare attuazione con successo ed efficacia alla politica monetaria unica, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema deve soddisfare una serie di ulteriori criteri.

- La strategia deve essere *chiara e comprensibile*. Se vi fosse ambiguità circa l'obiettivo della politica monetaria o su come tale obiettivo viene perseguito, si creerebbe per l'opinione pubblica una fonte superflua di incertezza.
- Inoltre, la strategia deve essere *trasparente*. Informazioni su come vengono prese le decisioni di politica monetaria dal Consiglio direttivo e sulle motivazioni economiche sottostanti devono essere fornite in anticipo.
- La strategia deve assicurare che l'Eurosistema risponda di fronte ai cittadini tanto del pro-

prio operato nell'attuare la politica monetaria quanto dei risultati ottenuti nel perseguire l'obiettivo primario di stabilità dei prezzi. Secondo il Consiglio direttivo, ciò implica la pubblicazione di un obiettivo quantitativo con riferimento al quale i cittadini possano valutare i risultati ottenuti dall'Eurosistema con la politica monetaria unica.

- Infine, la strategia deve essere *coerente con l'indipendenza istituzionale dell'Eurosistema*.

#### Le condizioni specifiche esistenti all'inizio dell'Unione monetaria

Oltre ai criteri generali sopra delineati, devono essere prese in considerazione anche alcune importanti caratteristiche della situazione che l'Eurosistema si trova ad affrontare all'avvio, e nei primi anni, della Terza fase.

Costruire credibilità è particolarmente importante per la BCE all'inizio della Terza fase in quanto essa è una istituzione nuova, che manca di una propria reputazione e non ha ancora avuto modo di dimostrare in concreto la propria capacità di conseguire i risultati che si prefigge. Nel corso degli anni, le BCN che fanno parte dell'Eurosistema hanno accumulato una solida reputazione, dimostrando la propria capacità di mantenere la stabilità dei prezzi. L'Eurosistema può ereditare tale reputazione, a vantaggio della propria futura credibilità, assicurando la maggior continuità possibile con gli obiettivi e i risultati positivi delle BCN prima dell'Unione monetaria.

Tuttavia, l'Eurosistema affronta una situazione unica all'inizio dell'Unione monetaria. In queste specifiche circostanze, una fonte di particolare preoccupazione è rappresentata da quelle incertezze che inevitabilmente sorgono in seguito al passaggio stesso alla Terza fase. Queste riguardano, in particolare, il modo in cui la

transizione alla Terza fase dell'UEM influenzerà il comportamento degli operatori economici, le strutture istituzionali e le serie statistiche nell'area dell'euro.

L'avvio della politica monetaria unica segna un significativo "cambiamento di regime". La trasformazione degli assetti istituzionali per la definizione e l'attuazione della politica monetaria modificherà la struttura di importanti settori dell'economia, soprattutto del sistema finanziario. Inoltre, il cambiamento di regime influenzerà probabilmente il modo in cui si formano le aspettative nell'area dell'euro. E' possibile che ciò si sia già osservato negli anni recenti in molti paesi, dove l'assunzione di un impegno credibile e duraturo alla stabilità dei prezzi ha stabilizzato le aspettative di inflazione a più lungo termine su livelli più moderati che in passato.

Se, in questo nuovo contesto, dovessero cambiare i comportamenti economici, le relazioni empiriche tra variabili economiche stimate utilizzando dati relativi al passato potrebbero divenire instabili. Tali cambiamenti potrebbero complicare il compito dell'Eurosistema nel valutare le condizioni economiche e finanziarie, poiché le proprietà delle variabili economiche, monetarie e finanziarie quali indicatori per i futuri andamenti dei prezzi potrebbero risultare alterate.

Per quanto concerne la struttura dell'economia nell'area dell'euro, cambiamenti nei comportamenti economici all'inizio della Terza fase potrebbero essere particolarmente pronunciati nel settore finanziario, sul quale l'impatto dell'Unione monetaria potrebbe essere più immediato. Per esempio, l'andamento degli aggregati monetari - composti in larga parte da depositi bancari - potrebbe essere influenzato dalla transizione alla Terza fase. L'introduzione dell'euro potrebbe anche condurre a mutamenti nel sistema bancario e a ricomposizioni nei portafogli privati tra attività monetarie e non monetarie.

Tuttavia, i cambiamenti strutturali e istitu-

zionali non saranno limitati al sistema finanziario. Insieme con la realizzazione del mercato unico, l'eliminazione del rischio di cambio nell'area dell'euro aumenterà la trasparenza dei prezzi nei mercati dei beni e in quello del lavoro, producendo come probabile conseguenza un aumento dell'intensità della concorrenza e della innovazione. Più in generale, le scelte di consumo e di investimento potrebbero essere influenzate dal passaggio a condizioni di prezzi stabili. In queste circostanze, anche la formulazione di analisi e previsioni macroeconomiche sarà resa più complicata poiché le relazioni empiriche su cui esse sono in larga misura basate potrebbero risultare non più valide.

Queste incertezze, derivanti dalla stessa transizione alla Terza fase, si sommeranno e a un tempo interagiranno con quelle legate al più ampio contesto economico in cui sorgerà l'Unione monetaria. La crescente internazionalizzazione dell'economia mondiale e l'attuale rapido ritmo di cambiamento tecnologico hanno interessato tutti i settori dell'attività economica. Tutti questi effetti potrebbero mutare le proprietà degli indicatori più importanti, che perciò dovranno essere interpretati con speciale cautela e attenzione.

Inoltre, per molti aspetti, l'Unione monetaria ha prodotto un'area economica del tutto nuova per la quale dati armonizzati ed esaurienti non sono stati raccolti nel passato. Un certo numero di serie pienamente o quasi pienamente armonizzate è ora disponibile. Queste includono le statistiche monetarie relative all'area dell'euro, i dati di bilancia dei pagamenti e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Tuttavia, le statistiche relative all'area dell'euro sono basate, in parte, su concetti nuovi e le proprietà delle serie non sono ancora ben conosciute. Pertanto, i responsabili delle politiche economiche si trovano di fronte a una incertezza riguardo alle proprietà informative delle statistiche disponibili per l'area dell'euro che è maggiore di quanto non fosse normalmente in passato nei contesti nazionali.



## 4 La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità

Dopo aver preso in esame varie opzioni sulla base dei criteri e delle considerazioni descritti in precedenza, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, che guiderà le decisioni di politica monetaria nella Terza fase dell'UEM. Gli elementi principali di tale strategia sono stati presentati pubblicamente il 13 ottobre 1998 e sono stati successivamente oggetto di elaborazione in interventi e dichiarazioni da parte del Presidente della BCE e di altri membri del Consiglio direttivo. La strategia consiste di tre elementi principali:

- una definizione quantitativa dell'obiettivo primario della politica monetaria unica, la stabilità dei prezzi;
- "due pilastri" su cui la strategia poggia per conseguire questo obiettivo:
  - un ruolo di primo piano per la moneta, come segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario ampio;
  - una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi nell'intera area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità.

### La definizione quantitativa della stabilità dei prezzi

#### La definizione

Il Consiglio direttivo ha deciso di rendere pubblica una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. Una definizione pubblica fornisce un chiaro indirizzo alle aspettative sui futuri andamenti dei prezzi, aiutando a costruire la credibilità della nuova strategia. La pubblicazione della definizione che l'Eurosistema ha dato della stabilità dei prezzi fornisce ai cittadini anche una chiara indicazione per valutare il successo della politica monetaria unica, rendendo in tal modo trasparente la strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità, e assicurando che l'Eurosistema renda conto del proprio operato.

In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato la seguente definizione: "la

*stabilità dei prezzi verrà definita come un aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento". Secondo questa definizione, la stabilità dei prezzi "deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine".*

L'espressione "inferiore al 2 per cento" indica chiaramente il limite superiore per il tasso di inflazione, misurato dallo IAPC, ritenuto coerente con la stabilità dei prezzi. Al contempo, l'uso del termine "aumento" nella definizione segnala chiaramente che una deflazione, cioè una prolungata diminuzione del livello dello IAPC, non sarebbe considerata coerente con la stabilità dei prezzi.

Occorre notare che la definizione che l'Eurosistema ha dato della stabilità dei prezzi è in linea con quelle usate da molte BCN nell'area dell'euro prima della transizione all'Unione monetaria, assicurando un importante elemento di continuità con le loro strategie di politica monetaria dimostrate efficaci.

#### Lo IAPC

La definizione prescelta individua lo IAPC come l'indice dei prezzi da utilizzare nella valutazione circa il raggiungimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi. Questo indice è stato inizialmente creato per la valutazione della convergenza dei prezzi nella Seconda fase ed è in larga misura armonizzato tra i vari paesi dell'area dell'euro. L'utilizzo dello IAPC è anche coerente con l'abitudine del pubblico di concentrare l'attenzione sui prezzi al consumo per valutare l'andamento del livello dei prezzi.

Tra gli economisti, in ambienti accademici, finanziari e presso le banche centrali, esiste un vasto consenso che vari tipi di cosiddette "distorsioni di misurazione" possono esistere negli indici dei prezzi al consumo (IPC). Queste distorsioni derivano principalmente da cambiamenti nelle abitudini di spesa e da miglioramenti nella qualità di quei beni e servizi che sono inclusi nel paniere utilizzato per definire



uno specifico indice di prezzo. Tali distorsioni non sempre possono essere pienamente corrette nella costruzione degli indici di prezzo. Di norma, la distorsione di misurazione porta gli IPC a sovrastimare leggermente il “vero” tasso di inflazione.

Lo IAPC per l’area dell’euro è un concetto relativamente nuovo e dati storici riferiti a un lungo periodo non sono disponibili. Pertanto, gli studi esistenti sulla dimensione della distorsione di misurazione dello IAPC sono preliminari e non conclusivi. L’impegno dell’Eurostat a ridurre o eliminare le distorsioni di misurazione dello IAPC è stato considerevole. E’ probabile perciò che esse siano inferiori a quelle osservate negli IPC nazionali dei paesi componenti l’area dell’euro. Inoltre, l’evidenza empirica disponibile suggerisce che la distorsione di misurazione negli IPC nazionali dei paesi dell’area dell’euro è inferiore a quelle stimate in vari importanti studi sugli indici dei prezzi al consumo in altri paesi.

L’esito di questi tentativi di minimizzare la distorsione di misurazione nello IAPC è ancora sconosciuto. Inoltre, è probabile che la dimensione della distorsione di misurazione subisca variazioni nel tempo con l’evolvere della struttura economica e il modificarsi dei metodi statistici, in parte in risposta agli stessi cambiamenti nella struttura economica. Pertanto, la definizione ha esplicitamente evitato di incorporare stime specifiche della distorsione di misurazione nello IAPC, tenendo conto al contempo di tale distorsione nel non fissare a zero il limite inferiore agli aumenti del livello dei prezzi.

Infine, il Consiglio direttivo ha spiegato che, nel definire la stabilità dei prezzi in termini di IAPC nell’area dell’euro, ha inteso chiarire che le proprie decisioni saranno basate su una valutazione degli sviluppi nell’area dell’euro nel suo complesso. Con una politica monetaria unificata, le decisioni di politica monetaria devono essere prese in maniera da riflettere le condizioni dell’area dell’euro nella sua interezza, piuttosto che specifici sviluppi regionali o nazionali.

### **Orientamento di medio periodo**

L’affermazione secondo la quale “*la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta nel medio periodo*” riflette l’esigenza della politica monetaria di essere rivolta agli sviluppi futuri in un orizzonte di medio termine. E’ anche un riconoscimento del fatto che i prezzi sono soggetti nel breve periodo a una variabilità dovuta a cause non monetarie, i cui effetti sul livello dei prezzi non possono essere controllati dalla politica monetaria. Esempi rilevanti, da questo punto di vista, sono gli effetti di modifiche nell’imposizione indiretta o di variazioni nei prezzi internazionali delle materie prime. L’Eurosistema non può essere ritenuto responsabile per questi disturbi di breve periodo al livello dei prezzi, sui quali può esercitare scarso controllo. E’ invece sulla base di una valutazione dei risultati conseguiti nel medio periodo dalla politica monetaria unica dell’Eurosistema che quest’ultimo può essere chiamato a dar conto, in modo autentico e significativo, del proprio operato.

Inoltre, in risposta ad alcuni tipi di disturbi economici impreveduti, il cui impatto sul livello dei prezzi potrebbe minacciare la stabilità dei prezzi, è importante che la politica monetaria mantenga un orizzonte di medio periodo, poiché ciò consente una risposta graduale ed equilibrata. Questo tipo di risposta da parte della banca centrale evita di introdurre nei tassi di interesse a breve termine o nell’economia reale inutili elementi di incertezza, che potrebbero anche auto-alimentarsi, ma assicura comunque che la stabilità dei prezzi - con i benefici che essa apporta - sia mantenuta nel medio periodo.

### **I due pilastri della strategia**

#### ***Il valore di riferimento: un ruolo di primo piano per la moneta***

L’inflazione è, in ultima analisi, un fenomeno monetario. Il Consiglio direttivo ha pertanto riconosciuto l’importanza di assegnare alla moneta un ruolo di primo piano nella strategia dell’Eurosistema. Per una politica monetaria rivolta al mantenimento della stabilità dei prezzi

la moneta rappresenta un' "ancora nominale" naturale, solida e affidabile. Nella strategia complessiva, orientata alla stabilità, il ruolo importante assegnato alla moneta sottolinea anche la responsabilità dell'Eurosistema per gli impulsi di origine monetaria all'inflazione, impulsi che una banca centrale può controllare più direttamente dell'inflazione stessa.

Al fine di segnalare il ruolo di primo piano assegnato alla moneta, il Consiglio direttivo ha annunciato per la crescita monetaria un valore di riferimento quantitativo. Tale annuncio rappresenta uno dei pilastri della strategia complessiva, orientata alla stabilità. Il valore di riferimento ha lo scopo di aiutare il Consiglio direttivo ad analizzare e a presentare le informazioni contenute negli aggregati monetari in modo tale da offrire una guida coerente e credibile per una politica monetaria rivolta alla stabilità dei prezzi.

E' opportuno sottolineare due caratteristiche del valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria.

- *Primo*, il valore di riferimento è stato calcolato in modo tale da essere coerente con la stabilità dei prezzi e da contribuire al suo raggiungimento. Per garantire che il valore di riferimento sia coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo è necessario che la moneta abbia, con riferimento allo stesso orizzonte temporale, una relazione *stabile* con il livello dei prezzi nell'area dell'euro. La stabilità di questa relazione è di solito valutata nel contesto di una funzione di domanda di moneta, dove uno specifico aggregato monetario è messo in relazione con il livello dei prezzi e altre variabili macroeconomiche, come il reddito reale e i tassi di interesse.
- *Secondo*, in circostanze normali, deviazioni sostanziali e prolungate della crescita monetaria dal valore di riferimento dovrebbero segnalare la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Questa caratteristica richiede sia che sussista una relazione stabile fra la moneta e il livello dei prezzi, sia che la crescita monetaria costituisca un *indicatore anticipatore* dell'andamento del livello dei prezzi.

Tuttavia, nel fissare un valore di riferimento non è implicito un impegno da parte dell'Eurosistema a correggere, nel breve periodo, deviazioni della crescita monetaria da quel valore. I tassi di interesse non verranno cambiati in modo "meccanico" in risposta a tali deviazioni, nel tentativo di riportare la crescita monetaria in linea con il valore di riferimento. Pertanto, non è necessario che l'aggregato monetario nell'area dell'euro per il quale viene annunciato il valore di riferimento sia *controllabile* nel breve periodo mediante un tasso di interesse nominale influenzato direttamente dall'Eurosistema. Questa è una delle principali differenze fra stabilire un valore di riferimento e annunciare quale obiettivo intermedio il tasso di crescita di un aggregato monetario.

L'evidenza empirica disponibile suggerisce che aggregati monetari ampi (cioè misure della quantità di moneta che includono un'ampia gamma di depositi, da quelli in conto corrente a quelli a risparmio, nonché strumenti facilmente sostituibili con essi come i certificati di deposito a breve termine) hanno le proprietà richieste perché sia possibile annunciare un valore di riferimento. Nel passato, la domanda di moneta riferita all'area dell'euro ed espressa in termini di aggregati monetari ampi è risultata caratterizzata da una stabilità di lungo periodo. Tali aggregati hanno rappresentato degli indicatori anticipatori degli andamenti del livello dei prezzi. Ciò contrasta con le proprietà empiriche per l'area dell'euro degli aggregati più ristretti, che, sebbene più controllabili mediante i tassi di interesse nominali a breve termine, non hanno mostrato né una relazione stabile né significative proprietà quali indicatori anticipatori del livello dei prezzi. Naturalmente, questa evidenza deve essere considerata con una certa cautela, date le incertezze di natura statistica ed economica in precedenza illustrate. Ciononostante, l'evidenza empirica è stata ritenuta sufficientemente chiara e robusta da consentire l'annuncio di un valore di riferimento per un aggregato monetario ampio.

Il Consiglio direttivo ha scelto di annunciare un valore di riferimento per l'aggregato M3, definito in maniera tale da comprendere non solo il circolante e i depositi inclusi nelle misure conven-

zionali della moneta intesa in senso ampio, ma anche le quote dei fondi di investimento monetario e i titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Alcuni aspetti concettuali ed empirici relativi agli aggregati monetari nell'area dell'euro saranno discussi con maggiore dettaglio in un articolo del Bollettino mensile di febbraio 1999.

In questo contesto, il valore di riferimento per la crescita monetaria è stato ottenuto utilizzando la ben nota relazione fra la moneta, da un lato, e i prezzi, il prodotto interno lordo reale (PIL) e la velocità di circolazione, dall'altro. Per quanto concerne i prezzi, il calcolo del valore di riferimento deve essere basato sulla definizione di stabilità dei prezzi pubblicata dall'Eurosistema. Inoltre, alla luce dell'orizzonte temporale di medio periodo per la politica monetaria, è corretto basare il calcolo del valore di riferimento su ipotesi circa l'andamento del reddito reale e della velocità di circolazione relative al medio periodo. A questo riguardo, incorporare nelle ipotesi una crescita pari al *trend* del PIL reale tenderebbe a dare alla politica monetaria un carattere anticiclico, poiché una crescita del PIL al di sotto del *trend* sarebbe normalmente associata con una crescita monetaria inferiore al valore di riferimento determinato utilizzando la crescita di lungo periodo del prodotto.

Il 1° dicembre 1998 il Consiglio direttivo ha annunciato il valore di riferimento per la crescita di M3. Il calcolo del valore di riferimento è stato basato sulle seguenti ipotesi di medio periodo:

- che la stabilità dei prezzi debba essere mantenuta secondo la definizione pubblicata dall'Eurosistema, vale a dire in modo tale che l'aumento sui 12 mesi dello IAPC per l'area dell'euro si mantenga al di sotto del 2 per cento;
- che il *trend* di crescita del prodotto interno lordo reale (PIL) si collochi nella fascia del 2-2,5 per cento;
- che nel medio periodo la diminuzione della velocità di circolazione di M3 sia approssimativamente compresa nella fascia dello 0,5-1 per cento annuo.

Nello stabilire il valore di riferimento per la

crescita monetaria, il Consiglio direttivo ha sottolineato che la definizione di stabilità dei prezzi pubblicata dall'Eurosistema limita gli aumenti consentiti dello IAPC per l'area dell'euro a "sotto il 2 per cento". Inoltre, è probabile che l'effettivo *trend* di diminuzione della velocità si collochi in qualche misura al di sotto del margine superiore della fascia compresa fra 0,5 e 1 per cento. Tenendo conto di questi due fattori, il Consiglio direttivo ha deciso di fissare il valore di riferimento per M3 al 4½ per cento annuo.

Il Consiglio direttivo ha deciso di annunciare uno specifico tasso di riferimento per la crescita monetaria, invece che una fascia di riferimento, poiché quest'ultima potrebbe essere erroneamente interpretata come segnalazione che i tassi di interesse verrebbero automaticamente modificati qualora la crescita monetaria si collocasse al di fuori dalla fascia, cosa che sarebbe contraria al ruolo del valore di riferimento nella strategia complessiva.

Il valore di riferimento servirà come base per le decisioni sui tassi di interesse volte a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, nonché per la presentazione di tali decisioni all'opinione pubblica. Pertanto, in primo luogo, una deviazione della crescita monetaria dal valore di riferimento richiederà ulteriori analisi per identificare e interpretare i fattori economici responsabili della deviazione. Qualora tali analisi suggeriscano che i fattori identificati possono effettivamente costituire una minaccia alla stabilità dei prezzi, la politica monetaria risponderebbe nel modo appropriato per contrastare tali rischi. La relazione fra la crescita monetaria effettiva e il valore di riferimento sarà pertanto analizzata regolarmente e a fondo dal Consiglio direttivo. I risultati di tale analisi e il suo impatto sulle decisioni di politica monetaria verranno illustrati all'opinione pubblica. Attraverso questo processo le decisioni di politica monetaria diverranno nel contempo più chiare e più trasparenti.

Sebbene la presentazione dell'analisi monetaria all'opinione pubblica si concentrerà prevalentemente sugli andamenti dell'aggregato monetario "chiave" M3 in relazione al valore di riferimento pubblicato per la crescita monetaria, anche gli

andamenti di altri aggregati monetari, delle varie componenti di M3 e delle contropartite di tutti questi aggregati nel bilancio consolidato delle istituzioni finanziarie monetarie verranno valutati regolarmente in modo approfondito. Questa analisi fornisce, infatti, un'utile informazione di supporto che consente di valutare l'andamento di M3.

### ***Una valutazione di ampio respiro sulle previsioni degli andamenti dei prezzi***

Sebbene le statistiche sugli aggregati monetari contengano informazioni cruciali per una conduzione accorta della politica monetaria, da sole non sono sufficienti a fornire una sintesi esauriente di tutte le informazioni sull'economia necessarie per la definizione di una politica monetaria appropriata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Pertanto, parallelamente all'analisi della crescita monetaria in relazione al valore di riferimento, una valutazione di ampio respiro delle previsioni sugli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro e dei rischi per la loro stabilità svolgerà un ruolo fondamentale nella strategia dell'Eurosistema. Questa valutazione verrà compiuta facendo riferimento a un ampio ventaglio di indicatori economici.

Tra questi saranno incluse molte variabili che hanno la proprietà di essere indicatori anticipatori degli andamenti futuri dei prezzi. Queste variabili includono, fra l'altro, i salari, i tassi di cambio, i prezzi dei titoli e la curva dei rendimenti, varie misure dell'attività economica reale, indicatori di politica fiscale, indici di prezzo e costo nonché inchieste condotte presso le imprese e i consumatori. Ovviamente, nel valutare se l'orientamento della politica monetaria è

appropriato sarà anche utile guardare alle previsioni di inflazione formulate sulla base di tali variabili. A questo riguardo, l'Eurosistema valuterà l'insieme delle previsioni sull'inflazione prodotte dalle organizzazioni internazionali, da altre autorità, dagli operatori del mercato, ecc., e produrrà altresì una propria valutazione sulle prospettive per l'inflazione.

Tuttavia, date le incertezze relative al comportamento degli operatori, al quadro istituzionale e all'evoluzione strutturale, prevedere l'andamento dei prezzi nell'area dell'euro sarà inevitabilmente difficile. Le previsioni sull'inflazione dovranno essere interpretate con prudenza e attenzione. Inoltre, una previsione non può comprendere tutti gli indicatori rilevanti per la politica monetaria, e nemmeno può sempre incorporare gli indicatori più aggiornati. Pertanto, una analisi approfondita dei singoli indicatori svolge un ruolo importante nella valutazione complessiva delle prospettive per l'andamento dei prezzi, in aggiunta a ogni altro ruolo che queste variabili possono avere nelle previsioni. Sia le previsioni che le analisi dei singoli indicatori contribuiranno a informare il Consiglio direttivo circa la natura specifica del quadro macroeconomico e dei fattori di disturbo dell'economia, da cui le decisioni di politica monetaria normalmente dipendono.

Coerentemente con questa strategia, il Consiglio direttivo si è impegnato a fornire spiegazioni esaurienti e tempestive circa la propria valutazione della situazione economica generale, incluse le ragioni economiche sottostanti su cui essa poggia. Ciò fornirà ai cittadini una visione trasparente della conduzione della politica monetaria.

## **5 Commenti conclusivi**

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, quale essa è stata descritta in precedenza, è nuova e originale in quanto riflette gli sviluppi istituzionali e le circostanze peculiari che l'Eurosistema dovrà affrontare.

La strategia, orientata alla stabilità, sottolinea la priorità assoluta assegnata al mantenimento

della stabilità dei prezzi secondo una definizione quantitativa pubblicata dall'Eurosistema. La strategia è rivolta a individuare quei disturbi di natura economica che mettono in pericolo la stabilità dei prezzi, e a definire una risposta di politica monetaria che contrasti questi pericoli in maniera appropriata, tenendone in conto la natura e adattandosi alle circostanze economi-

che prevalenti. La strategia è basata sul riconoscimento che affidarsi a un singolo indicatore o a un singolo obiettivo intermedio non consentirebbe di definire una risposta adeguata a ogni circostanza. In particolare, una risposta meccanica a un numero ristretto di indicatori o di previsioni potrebbe essere particolarmente fuorviante all'inizio della Terza fase, date le inevitabili incertezze sulle relazioni fra variabili economiche dovute al cambiamento di regime associato con la transizione all'Unione monetaria.

La strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità, intende pertanto evitare risposte di politica monetaria troppo "meccaniche" di fronte a eventuali deviazioni da uno specifico obiettivo o agli andamenti di uno specifico indicatore. Al contrario, verrà condotta una analisi approfondita delle statistiche monetarie in relazione al valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria nonché una valutazione di ampio respiro delle altre variabili economiche, con l'obiettivo di identificare gli andamenti e gli

eventuali fattori di disturbo economico che costituiscono una minaccia per la stabilità dei prezzi. Questa analisi guiderà l'individuazione di una risposta appropriata di politica monetaria volta al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Questa strategia richiede uno sforzo considerevole da parte dell'Eurosistema nello spiegare la propria valutazione della situazione economica, finanziaria e monetaria. Il Consiglio direttivo si è impegnato a rispettare obblighi di informazione e comunicazione ancor più severi di quelli previsti nel Trattato, che sono già fra i più vincolanti imposti alle banche centrali.

In questo quadro, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, assicurerà che la stabilità dei prezzi nel medio periodo venga mantenuta in modo credibile e duraturo in tutta l'area dell'euro. Questo è il miglior contributo che la politica monetaria unica può offrire per elevare lo standard di vita dei cittadini europei.