

primario dell'Eurosistema e della politica monetaria unica di cui esso è responsabile è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Esso aggiunge inoltre che, "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi", l'Eurosistema "sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità", fra cui "un elevato livello di occupazione" e "una crescita sostenibile e non inflazionistica" (cfr. Capitolo 1).

... individuando nella stabilità dei prezzi l'obiettivo primario della politica monetaria

Il Trattato assegna un'importanza preminente all'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi da parte dell'Eurosistema per valide ragioni economiche. Dato che, in ultima analisi, la politica monetaria può influire unicamente sul livello dei prezzi, la stabilità di questi diviene il suo unico obiettivo naturale. Per contro, sarebbe stato problematico assegnarle un obiettivo di reddito reale o di occupazione poiché, prescindendo dalle positive conseguenze della stabilità dei prezzi, la politica monetaria non ha alcuna efficacia nell'incidere durevolmente sulle grandezze reali. Attiene ad altri operatori economici, in particolare a quelli responsabili delle politiche fiscali e strutturali, il compito di migliorare il potenziale di crescita dell'economia. La chiara gerarchia di obiettivi stabilita dal Trattato per l'Eurosistema riflette decenni di esperienza pratica e numerosi studi economici che hanno dimostrato come il conseguimento di una durevole stabilità dei prezzi rappresenta il maggiore contributo che la politica monetaria può offrire al miglioramento delle prospettive economiche e all'innalzamento del tenore di vita dei cittadini.

Al tempo stesso, conformemente alla lettera del Trattato e fatto salvo il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, nell'effettiva attuazione delle decisioni di politica monetaria l'Eurosistema dovrebbe tenere conto dei più ampi obiettivi economici della Comunità. In particolare, considerato che la politica monetaria può incidere sull'attività reale nel breve periodo, di norma la BCE dovrebbe evitare di generare oscillazioni eccessive dei livelli del prodotto e dell'occupazione, ove ciò sia compatibile con il perseguimento del suo obiettivo primario.

Nondimeno, nel perseguire il suo obiettivo primario, l'Eurosistema deve tener conto dei più ampi obiettivi economici della Comunità

3.2 IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Poiché al Consiglio direttivo spetta la responsabilità di prendere decisioni che mirino a preservare la stabilità dei prezzi, è essenziale che la BCE abbia una chiara visione del modo in cui la politica monetaria agisce sulla loro dinamica. Il processo mediante il quale le decisioni delle autorità monetarie influenzano l'economia in generale, e il livello dei prezzi in particolare, è noto come meccanismo di trasmissione della politica monetaria, mentre i singoli collegamenti tramite i quali si esplicano (di norma) gli impulsi di politica monetaria sono detti "canali di trasmissione".

Il meccanismo e i canali di trasmissione

I canali di trasmissione monetaria

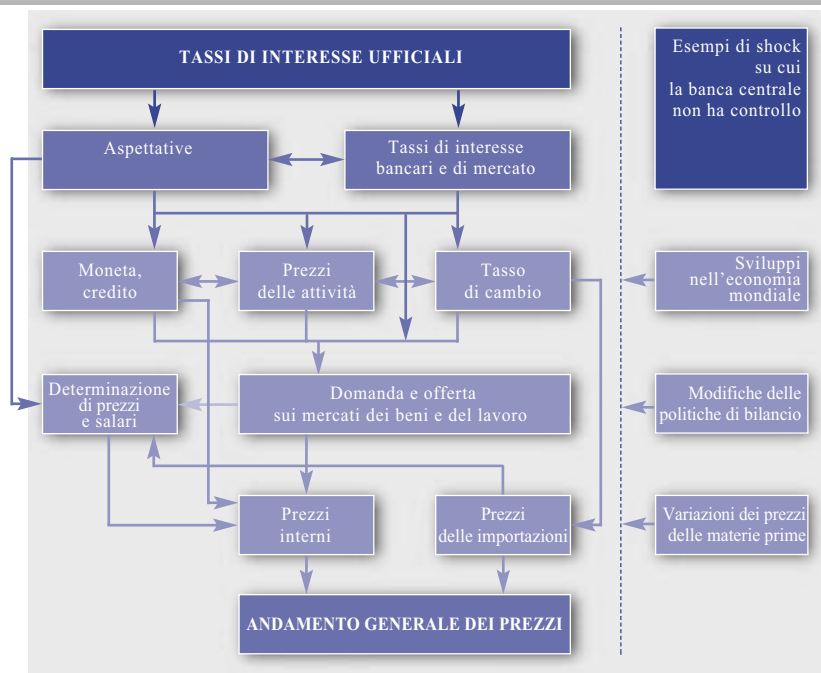
I principali canali di trasmissione della politica monetaria sono illustrati in maniera schematica e semplificata nella figura 3.1 (riquadro di sinistra).

Il processo di trasmissione ...

La (lunga) catena di nessi causali che collega le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi ini-

... inizia con una modifica dei tassi ufficiali ...

Figura 3.1 Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi



zia con la modifica dei tassi di interesse di riferimento applicati dalla banca centrale alle operazioni per mezzo delle quali eroga normalmente i fondi al sistema bancario (per una descrizione dettagliata degli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema si rimanda al Capitolo 4). Il sistema bancario richiede moneta emessa dalla banca centrale (“base monetaria”) per soddisfare la domanda di contante del pubblico, regolare i saldi interbancari e assolvere gli obblighi di riserva presso la banca centrale. Dato il monopolio di cui dispone nella creazione di base monetaria, la banca centrale può fissare liberamente i tassi di interesse applicabili alle sue operazioni. In questo modo essa determina i costi di finanziamento delle istituzioni creditizie che, a loro volta, dovranno traslarli sul credito concesso ai clienti.

Per mezzo di questo processo la banca centrale è in grado di esercitare un influsso determinante sulle condizioni del mercato monetario e quindi orientarne i tassi di interesse. Le variazioni di questi ultimi condizionano, sebbene in vario grado, gli altri rendimenti del mercato, ad esempio i tassi applicati dalle banche ai prestiti e ai depositi a breve termine. Eventuali attese di una prossima modifica dei tassi ufficiali influiscono anche sui tassi di mercato a medio termine, poiché questi rispecchiano le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi a breve. Meno diretta è invece l'incidenza di una variazione dei tassi del mercato monetario sui tassi di interesse per le scadenze molto lunghe (come i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e i tassi bancari attivi a lungo termine), poiché questi dipendono largamente dalle

... che si ripercuote sui tassi di interesse di mercato ...

aspettative del mercato circa le tendenze di lungo periodo della crescita e dell'inflazione nell'economia. In altri termini, i tassi a più lungo termine solitamente non risentono di una variazione dei tassi di riferimento, a meno che questa non modifichi le attese degli operatori riguardo agli andamenti economici di lungo periodo.

... e sui prezzi delle attività ...

Tramite l'impatto esercitato sia sulle condizioni di finanziamento nell'economia, sia sulle aspettative degli operatori, la politica monetaria può incidere anche su altre variabili finanziarie, come i prezzi delle attività (ad esempio le quotazioni azionarie) e i tassi di cambio.

... condizionando le decisioni di credito, di risparmio e di investimento ...

Le variazioni dei tassi di interesse e dei prezzi delle attività finanziarie si ripercuotono a loro volta sulle decisioni di risparmio, di spesa e di investimento delle famiglie e delle imprese. Ad esempio, a parità delle altre condizioni, un incremento dei tassi di interesse tende a rendere meno conveniente per questi settori finanziare consumi e investimenti mediante debito. Le famiglie avranno maggiore convenienza a risparmiare il reddito corrente, anziché spenderlo, in quanto tali risparmi frutteranno rendimenti più elevati. Una modifica dei tassi di riferimento può parimenti incidere sull'offerta di credito. In caso di un loro aumento ad esempio, il rischio che taluni mutuatari (famiglie o imprese) non siano più in grado di far fronte regolarmente ai propri impegni debitori potrebbe divenire tale da dissuadere le banche a concedere loro credito, obbligandoli a posticipare i piani di consumi o di investimento.

Anche le fluttuazioni del valore delle attività finanziarie, infine, possono influire su consumi e investimenti attraverso gli effetti di reddito e di ricchezza. Ad esempio, un rialzo dei corsi accresce la ricchezza delle famiglie detentrici di azioni, che possono decidere di aumentare la propria spesa per consumi, mentre un ribasso può indurle a ridimensionarla. Un altro canale tramite il quale i prezzi delle attività possono influire sulla domanda aggregata è il valore delle garanzie costituite dai mutuatari per ottenere ulteriore credito e/o per ridurre il premio per il rischio richiesto dai prestatori. Spesso l'approvazione di un credito dipende in larga misura dall'ammontare delle garanzie; se queste perdono valore i prestiti diverranno più onerosi, ovvero saranno più difficili da ottenere, risultando in un calo della spesa.

All'interno di un'area economica, la mutata dinamica dei consumi e degli investimenti modifica il rapporto tra il livello della domanda di beni e servizi e quello dell'offerta, facendo sì che, a parità delle altre condizioni, allorché la domanda supera l'offerta possano emergere spinte al rialzo sui prezzi. Per giunta, le variazioni della domanda aggregata potrebbero tradursi in condizioni più o meno tese sul mercato del lavoro e su quello dei beni intermedi, influenzandone i rispettivi processi di formazione dei salari e dei prezzi.

Le oscillazioni del tasso di cambio si ripercuotono sull'inflazione tipicamente in tre modi. Il primo attiene al loro impatto diretto sui prezzi interni dei beni importati; in effetti, a seguito di un rafforzamento del

... e determinando una modifica della domanda aggregata e dei prezzi

Le conseguenze delle oscillazioni del tasso di cambio sui prezzi

cambio, questi prezzi tenderanno a diminuire e, se i corrispondenti prodotti sono destinati al consumo, il calo contribuirà in modo diretto ad abbassare l'inflazione. Il secondo riguarda i beni importati impiegati come fattori produttivi, il cui minor costo può nel tempo tradursi in un calo dei prezzi dei prodotti finali. Il terzo è dato dall'impatto sulla competitività internazionale dei beni prodotti internamente: un apprezzamento del cambio che renda questi beni meno concorrenziali in termini di prezzo sul mercato mondiale tenderà a limitarne la domanda estera e quindi a ridurre le pressioni della domanda complessiva nell'economia. A parità delle altre condizioni, un apprezzamento del cambio tende pertanto a moderare le spinte inflazionistiche. L'entità di tali effetti dipende dal grado di apertura dell'economia al commercio internazionale e risulterà generalmente minore per un'area valutaria di grandi dimensioni e relativamente chiusa, come l'area dell'euro, che per una piccola economia aperta. Oltre che dalla politica monetaria, i movimenti del tasso di cambio, così come quelli dei prezzi delle attività finanziarie, possono chiaramente dipendere da numerosi altri fattori.

**Ancorare
le aspettative
di inflazione**

Altri canali tramite i quali la politica monetaria può intervenire sulla dinamica dei prezzi sono essenzialmente collegati al suo influsso sulle aspettative a lungo termine del settore privato. Se nel perseguimento del suo obiettivo la banca centrale gode di ampia credibilità, la politica monetaria può avere incisivi effetti diretti sugli andamenti dei prezzi poiché, orientando le attese di inflazione degli operatori

economici, essa influenzerà altresì i comportamenti che determinano i salari e i prezzi. In questo senso, la credibilità dell'azione volta a mantenere una duratura stabilità dei prezzi è di capitale importanza: solo avendo piena fiducia nella capacità e nell'impegno della banca centrale a conseguire tale obiettivo attese degli operatori saranno saldamente ancorate alla stabilità dei prezzi. Ciò a sua volta influirà positivamente sui processi di formazione dei prezzi e dei salari nell'economia poiché gli operatori non dovranno correggere al rialzo i prezzi per timore di una più elevata inflazione futura. La credibilità pertanto rende più agevole la conduzione della politica monetaria.

Il processo dinamico delineato implica, nei suoi diversi stadi, tutta una serie di meccanismi e di azioni da parte degli operatori. Per questo motivo una manovra di politica monetaria impiega normalmente un considerevole lasso di tempo per influenzare l'andamento dei prezzi. La portata e l'incisività dei singoli effetti possono inoltre variare a seconda dello stato dell'economia, rendendo difficile una stima precisa dell'impatto globale. Nel complesso, le banche centrali devono solitamente fare i conti con ritardi prolungati, variabili e incerti nell'attuazione della politica monetaria.

Determinare con precisione il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è complicato dal fatto che, nella pratica, gli andamenti economici risentono costantemente di shock provenienti da molteplici fonti. Ad esempio una variazione dei prezzi del petrolio, di altre

Il meccanismo di trasmissione è caratterizzato da ritardi temporali prolungati, variabili e incerti ...

... e risente degli shock esterni

materie prime, o dei prezzi amministrati può avere ricadute dirette sull'inflazione nel breve periodo. Anche gli sviluppi nell'economia mondiale o nelle politiche di bilancio possono incidere sulla dinamica dei prezzi, tramite la domanda aggregata. Si aggiunge poi il fatto che i prezzi delle attività finanziarie e i tassi di cambio non reagiscono unicamente agli impulsi monetari, ma anche a una serie di altri fattori. La politica monetaria pertanto, oltre a seguire attentamente il dispiegarsi dei propri effetti, deve tenere conto di tutte le altre circostanze rilevanti per l'andamento futuro dei prezzi, in modo da evitare che queste abbiano ripercussioni indesiderate sulle tendenze e sulle aspettative d'inflazione a più lungo termine. Di conseguenza, l'indirizzo appropriato da imprimere alla politica monetaria dipende di volta in volta dalla natura, portata e durata degli shock che colpiscono il sistema. In questa prospettiva, la banca centrale deve costantemente misurarsi con l'arduo compito di comprendere quali sono le determinanti delle tendenze dei prezzi al fine di individuare l'opportuna risposta di politica monetaria.

incrociata la loro azione, esse spesso tengono conto anche di semplici regole empiriche. Una di queste si fonda sul fatto che l'inflazione è sempre un fenomeno monetario nel medio-lungo periodo; consiglia pertanto una costante attenzione alle dinamiche monetarie per valutare le tendenze dell'inflazione.

Nonostante l'importante contributo fornito dalle metodologie empiriche negli ultimi decenni nel quantificare il meccanismo e i canali di trasmissione, ad oggi questo complesso processo non è stato ancora compreso appieno. Nel caso della BCE inoltre è anche possibile che, avendo assunto la responsabilità di un'area valutaria del tutto nuova, essa debba fronteggiare un'incertezza persino superiore a quella di molte altre banche centrali. Per giunta, i cambiamenti istituzionali e di comportamento seguiti all'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999 possono aver alterato le relazioni fra le diverse variabili economiche. Grazie alla maggiore disponibilità di informazioni e di risultati della ricerca, tuttavia, si è pervenuti nel tempo a una conoscenza più approfondita del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 per una sintesi delle recenti risultanze empiriche in materia). Ulteriori progressi e un monitoraggio continuo restano nondimeno una chiara esigenza.

Le conoscenze empiriche sul processo di trasmissione

La complessità del processo di trasmissione

Le banche centrali pertanto si trovano tipicamente di fronte una complessa rete di interazioni economiche. Considerata tale complessità, per orientare o sottoporre a verifica

Riquadro 3.1 L'evidenza empirica sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro

La comprensione del meccanismo di trasmissione riveste importanza fondamentale per la conduzione della politica monetaria. Non sorprende pertanto che numerosi studi, prodotti sia dal mondo accademico che dagli economisti dell'Eurosistema, abbiano tentato di chiarire meglio le complesse interazioni che vi

sottendono. Benché ancora caratterizzati da un notevole grado di incertezza (dovuto fra l'altro all'utilizzo di dati in gran parte antecedenti il 1999), i principali risultati di questi studi paiono confermare che numerosi fatti, ormai ampiamente consolidati e accettati, sono validi anche per l'area dell'euro.

Stime empiriche degli effetti delle variazioni dei tassi di interesse a breve termine sull'attività reale e sui prezzi

Varie stime degli effetti delle variazioni del tasso di interesse sul prodotto e sui prezzi sono state ottenute impiegando diversi modelli econometrici per l'area dell'euro. A titolo di esempio, la tavola 3.1 riporta i risultati desunti da tre di questi modelli, ciascuno basato su una struttura economica o una metodologia econometrica diversa. La tavola mostra la risposta del livello del PIL e dei prezzi a un aumento temporaneo del tasso di interesse di riferimento della banca centrale pari a 1 punto percentuale, per un periodo di due anni.

Dal punto di vista qualitativo, nei tre modelli le risposte del PIL e dei prezzi sono coerenti nei loro tratti essenziali. Un aumento dei tassi di interesse a breve termine determina un decremento temporaneo del prodotto, che risulta massimo circa due anni dopo l'impulso iniziale di politica monetaria. Successivamente il prodotto si riporta sul livello base, mentre i prezzi si portano gradualmente a un livello più basso.

Profili sostanzialmente simili emergono dall'esame di un più ampio ventaglio di modelli empirici e sono in linea sia con i risultati relativi ad altri paesi, sia con i modelli teorici che raccolgono maggior consenso. In sintesi, essi mostrano la neutralità della politica monetaria nel lungo periodo; gli effetti sul prodotto hanno carattere temporaneo, mentre la variazione del livello dei prezzi è permanente.

Per contro, i tempi e l'entità delle risposte divergono notevolmente fra i modelli, rispecchiando le incertezze sulle caratteristiche precise del meccanismo di trasmissione. Nei tre modelli della tavola, ad esempio, gli effetti massimi sul prodotto e quelli sui prezzi, due anni dopo lo shock iniziale al tasso di interesse, si

Tavola 3.1 Stima della risposta del PIL reale e dei prezzi al consumo a un incremento di 1 punto percentuale del tasso di interesse di riferimento dell'area dell'euro

	PIL reale				Prezzi al consumo			
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Modello 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Modello 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Modello 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Note: I dati sono espressi come deviazioni percentuali dal profilo di base del PIL e dell'indice dei prezzi. Il modello 1 è il modello della BCE per l'area dell'euro nel suo complesso (area-wide model, AWM); il modello 2 è un'aggregazione dei modelli macroeconomici delle singole banche centrali nazionali dell'area dell'euro; il modello 3 è il modello multi-paese sviluppato dal National Institute of Economic and Social Research nel Regno Unito. Le simulazioni assumono che la variazione positiva del tasso di interesse determini un aumento del tasso di interesse a lungo termine e un apprezzamento del tasso di cambio.

Fonte: *Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, Bollettino mensile della BCE, ottobre 2002.

collocano in intervalli compresi, rispettivamente, fra -0,38 e -0,71 per cento e fra -0,10 e -0,30 per cento. Nel complesso queste stime confermano che il meccanismo tramite il quale la politica monetaria influisce sul livello dei prezzi comporta ritardi temporali lunghi e di durata variabile.

Evidenza relativa ai canali della trasmissione monetaria nell'area dell'euro

Per quanto attiene alla risposta delle singole componenti del PIL alle variazioni dei tassi di interesse, alcuni studi mettono in luce l'importanza dell'effetto della politica monetaria sugli investimenti, rispetto ai suoi effetti sui consumi e su altre componenti della domanda aggregata. Gli investimenti risentono soprattutto delle variazioni del costo d'uso del capitale (una variabile strettamente collegata ai tassi di interesse); essi risentono anche, ma in misura minore, dei vincoli di liquidità e dei flussi di cassa (ossia della capacità delle imprese di emettere titoli di debito sui mercati finanziari o di ottenere prestiti dalle banche).

Gli studi empirici disponibili suggeriscono inoltre che gli effetti del tasso di cambio possono avere una notevole rilevanza nell'area dell'euro. Pertanto, la risposta dei prezzi al consumo a una modifica dei tassi di riferimento della banca centrale dipenderà anche dagli effetti della manovra sul tasso di cambio. Ad esempio, quanto più forte è l'apprezzamento dell'euro innescato da una variazione dei tassi di interesse, tanto più rapido e ampio sarà il calo dell'inflazione. Tuttavia, la banca centrale non può dare per scontata né l'entità né la direzione delle fluttuazioni del cambio poiché entrambe dipendono da fattori, ad esempio gli sviluppi nelle politiche monetarie estere, sui quali la banca centrale non ha alcun controllo.

3.3 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE: PRINCIPI GENERALI

Il compito della politica monetaria

Considerate le conoscenze acquisite sul processo di trasmissione, la sfida a cui è chiamata la BCE può essere definita come segue: il Consiglio direttivo della BCE deve influenzare le condizioni del mercato monetario, e quindi il livello dei tassi di interesse a breve termine, per assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Nell'assolvere tale compito, la banca centrale fronteggia in permanenza un elevato livello di incertezza riguardante sia la natura degli shock che colpiscono il sistema, sia l'esistenza e la forza delle interrelazioni fra le variabili macroeconomiche. Alla luce di questi elementi,

è possibile individuare alcune delle caratteristiche fondamentali di una politica monetaria efficace.

In primo luogo, come sottolineato nella sezione 3.2, la politica monetaria sarà notevolmente più efficace se in grado di ancorare saldamente le attese di inflazione. In questa prospettiva la banca centrale dovrebbe specificare il suo obiettivo, elaborare una metodologia coerente e sistematica cui attenersi nella conduzione della politica monetaria e comunicare in modo chiaro e trasparente. Queste sono prerogative indispensabili per acquisire un elevato livello di credibilità, presupposto necessario per influire sulle aspettative degli operatori economici.

La politica monetaria dovrebbe ancorare saldamente le attese di inflazione, ...