

**Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE,
Prometeia,
Bologna, 27 gennaio 2011**

Introduzione

Dall'inizio della crisi, nell'estate del 2007, la politica monetaria ha dovuto far fronte a una serie di sfide, legate in particolare all'interazione tra l'andamento dell'economia reale e le turbolenze verificatesi sui mercati finanziari. Ciò ha imposto alle banche centrali di operare non solo attraverso gli strumenti tradizionali, in particolare il tasso di riferimento con cui viene immessa liquidità nel sistema, ma anche con strumenti cosiddetti non convenzionali, mirati ad aggirare le disfunzioni che si sono venute a creare nel sistema finanziario. La combinazione di questi strumenti è dipesa dall'intensità e dalle modalità con cui si è sviluppata la crisi, nella sua dimensione reale e finanziaria.

In una fase di generale incertezza, le banche centrali hanno dovuto non solo cercare di anticipare gli eventi ma anche utilizzare la combinazione di strumenti più efficiente per farvi fronte. Questa sfida rimane immutata, anche in prospettiva, dato il persistere dell'incertezza riguardo la progressiva ripresa dell'attività economica nei paesi avanzati, inclusa l'area dell'euro, e la situazione dei mercati finanziari, in particolare i mercati dei titoli di stato.

Vorrei esaminare alcune delle sfide che le banche centrali devono affrontare in una fase come quella attuale, basandosi anche sull'esperienza che abbiamo accumulato per quel che riguarda analoghe fasi cicliche. Bisogna comunque ricordare che questa crisi, sebbene presenti alcuni connotati simili a quelle già vissute in passato, è di natura e intensità ben maggiore. In termini di contrazione del prodotto e di peggioramento dell'occupazione, rappresenta per molti paesi la più grave dal dopoguerra. Per quel che riguarda le ripercussioni sul sistema bancario e sul rischio per i debitori sovrani, i paesi industriali si trovano di fronte ad una situazione nuova. Ciò rende evidentemente più complessa la conduzione della politica monetaria.

Vorrei sottolineare che le considerazioni che esporrò non devono essere interpretate come indicazioni specifiche sulla direzione che prenderà la politica monetaria della Banca centrale europea nei prossimi mesi e settimane. Giovedì prossimo si tiene peraltro il consueto appuntamento mensile del Consiglio direttivo della BCE e pertanto mi atterrò alle considerazioni pubbliche emerse dalla precedente riunione. Vorrei piuttosto sviluppare alcuni aspetti concettuali che caratterizzano il quadro analitico e il flusso informativo sottostante alle decisioni di politica monetaria. Mi concentrerò su quattro elementi di questo quadro di riferimento.

La valutazione della situazione economica

Il primo aspetto riguarda la valutazione della situazione economica prevista nel periodo in cui la politica monetaria produce la sua efficacia, ossia circa 18-24 mesi. Fare previsioni è sempre difficile, ma lo è particolarmente in una fase di ripresa dell'attività economica dopo una crisi come quella appena attraversata. Queste stime si basano su modelli economici che sono stati stimati in gran parte con dati relativi al periodo precedente alla crisi e non è chiaro se i parametri e le correlazioni siano ancora validi. Provo a fare alcuni esempi, senza entrare nei dettagli.

Un primo elemento di incertezza riguarda il potenziale produttivo, sia in termini di livello sia in termini di crescita. Si può ipotizzare che una crisi come quella che abbiamo attraversato non abbia avuto alcun effetto sul livello potenziale dell'attività economica e sul suo ritmo di crescita? Le implicazioni per la politica monetaria sono molto diverse a seconda della risposta che si dà a questo quesito. Gli errori di politica economica che si rischiano di fare se si dà una risposta sbagliata anch'essi differiscono.

Ad esempio, se si ritiene che la crisi abbia avuto un effetto limitato sia sul livello sia sul tasso di crescita potenziale dell'economia, il divario tra il livello di produzione e il suo potenziale è stimato essere molto ampio e i rischi di deflazione possono essere rilevanti. Questa ipotesi giustifica una politica monetaria, e anche fiscale, molto espansiva al fine di colmare il più rapidamente possibile il gap tra prodotto e potenziale, con pochi rischi che ciò possa produrre effetti inflazionistici. In altre parole, più ampio è il gap stimato, più è giustificato il mantenimento del tasso d'interesse su livelli molto bassi, anche prossimi allo zero, per un periodo di tempo prolungato, fin quando il sistema economico non torna su livelli vicini al pieno impiego.

Se invece la crisi ha avuto come effetto di ridurre il potenziale economico, in termini di livello e di crescita, il divario accumulato rispetto al potenziale è inferiore rispetto al caso precedente e tenderà a colmarsi più rapidamente. In questo caso, se la politica monetaria rimane accomodante troppo a lungo e non si adegua in anticipo, rischia di essere in ritardo e di non contrastare per tempo le pressioni inflazionistiche. Se si verifica tale ritardo, la banca centrale deve poi aumentare i tassi d'interesse in misura maggiore, con effetti potenzialmente recessivi.

Una sovrastima del tasso di crescita potenziale dell'economia incide anche sulla capacità della banca centrale di calibrare in modo adeguato l'impostazione della propria politica. In linea di principio, man mano che l'economia riprende a crescere ad un ritmo superiore al proprio potenziale, e si colma il divario dell'output gap, l'orientamento monetario dovrebbe essere gradualmente adeguato attraverso un progressivo aumento del tasso d'interesse, tenendo conto dei ritardi con cui la politica monetaria produce i suoi effetti sull'inflazione e la crescita. Altrimenti, a parità di tasso d'interesse, un aumento del tasso di crescita dell'attività economica comporta un allentamento delle condizioni monetarie. Ciò crea distorsioni nell'allocazione delle risorse, tende a gonfiare i prezzi delle attività finanziarie e a creare squilibri che sono poi molto difficili da ricomporre una volta che si manifestano le pressioni inflazionistiche.

Come si vede, l'impostazione della politica monetaria dopo una forte crisi dipende dalla valutazione che viene data della crisi stessa, della componente congiunturale e strutturale, e del divario che si è venuto a creare rispetto al potenziale. Attualmente le valutazioni sulla dimensione dell'output gap variano molto, tra gli stessi istituti di previsione, operatori e banche centrali. Ad esempio, negli Stati Uniti la Riserva federale tende a considerare che la crisi abbia prodotto una riduzione del potenziale di crescita economico americano, ma non del suo livello, cosicché la sua stima del gap è molto rilevante. Per quel che ci riguarda, invece, consideriamo che sia il livello sia il ritmo di crescita dell'economia dell'area dell'euro abbiano sofferto della crisi e il divario sia contenuto. Questa nostra valutazione è condivisa dalla maggior parte degli istituti di ricerca.

Dato che l'output gap non è misurabile, si può stimare attraverso varie tecniche statistiche ed econometriche o utilizzando vari indicatori per cercare di capire quanto distante la produzione sia rispetto al potenziale.

Uno di questi indicatori è il tasso di disoccupazione. Nei modelli economici, a dato livello e tasso di crescita potenziale corrisponde un livello di disoccupazione di equilibrio. Date le difficoltà di misurare il gap di output alcuni economisti hanno proposto di sostituirlo con una misura di gap di occupazione, o di disoccupazione. Una politica monetaria espansiva sarebbe così giustificata fin quando la disoccupazione non comincia a scendere in modo significativo verso il suo livello di lungo periodo.

Questo approccio non è però senza rischi. Innanzitutto la disoccupazione non dipende solo dal tasso di crescita dell'economia ma anche dalle caratteristiche del mercato del lavoro. Inoltre, se il sistema economico subisce uno shock reale permanente, di natura strutturale, la disoccupazione può rimanere elevata per un periodo di tempo prolungato, indipendentemente dall'andamento dell'attività economica. Si rischia in questo caso di legare la politica monetaria ad obiettivi riguardanti il mercato del lavoro che dipendono da altri fattori e da altre politiche.

Un altro indicatore che viene utilizzato per calibrare la politica monetaria in funzione dell'andamento economico riguarda la moneta e il credito. Un'accelerazione di queste variabili finanziarie può segnalare che le condizioni monetarie risultano particolarmente accomodanti. La BCE attribuisce a queste variabili un valore segnaletico importante che in passato hanno consentito di anticipare le tendenze di fondo dell'economia, in particolare per quel che riguarda l'inflazione.

In sintesi, una delle sfide maggiori per le banche centrali riguarda la valutazione della situazione congiunturale in corso, in termini di forza relativa della ripresa e dell'orizzonte entro il quale essa può determinare pressioni inflazionistiche. Esaminando gli errori di previsione registrati dai principali organismi nel corso dell'ultimo decennio, si nota la tendenza a sovrastimare il gap di crescita e a sottostimare l'inflazione. Tali errori di previsione spingono a mantenere condizioni monetarie molto accomodanti anche quando l'economia riprende a crescere. Questo è stato il caso dopo la crisi petrolifera della metà degli anni settanta oppure durante lo scorso decennio, nel 2002-2004, come si può verificare dal confronto tra le stime dell'output gap effettuate in quegli anni e quelle riviste con il senno di poi. In particolare, se si confronta la stima dell'output gap, effettuata in tempo reale, nel 2002-2004 con quella effettuata dopo qualche anno ci si accorge che era stata inizialmente sovrastimata, così come erano sovrastimati i rischi di deflazione, dando così luogo a una politica monetaria eccessivamente espansiva.

La previsione delle pressioni inflazionistiche

La seconda sfida, connessa alla prima, riguarda la difficoltà di stimare le pressioni inflazionistiche e di prevederle. Oltre ai fattori evidenziati prima, è emerso negli ultimi anni un aspetto nuovo, legato all'importanza crescente dell'inflazione globale, legata ai mercati delle materie prime e ai prodotti importati dai paesi emergenti. La dimensione raggiunta dai paesi emergenti non consente più di ignorare questo fenomeno. Inoltre, l'impatto dell'inflazione importata da questi paesi rischia di essere di natura diversa rispetto al passato.

In termini concettuali, l'inflazione generata dai prodotti importati, in particolare dalle materie prime, può essere ignorata a tre condizioni. La prima è che gli aumenti siano temporanei. La seconda è che gli aumenti dei prezzi importati non producano effetti di trascinamento sulla dinamica dei prezzi dei prodotti interni. La terza è che tali aumenti non producano effetti sulle aspettative d'inflazione degli operatori.

Durante la fase di ripresa verificatasi negli anni 2000, solo la terza delle condizioni è stata mantenuta, in parte. Contrariamente a quanto inizialmente ritenuto, il prezzo delle materie prime è aumentato in modo permanente, non solo in livelli, ma anche in termini di tassi di crescita. I salari e i prezzi dei prodotti interni non sono aumentati in modo sistematico, ma questo è stato in parte il risultato di una riduzione dei prezzi dei prodotti manufatti importati dai paesi emergenti connessi ai guadagni di competitività registrato in quei paesi e alla fissità del cambio. Le aspettative d'inflazione sono rimaste ancorate, ma ciò ha richiesto, nella fase più acuta delle pressioni inflazionistiche, un adeguamento dei tassi d'interesse.

In prospettiva, la dinamica sostenuta nei paesi emergenti pone sfide ancora maggiori. Ci si può aspettare che i prezzi delle materie prime, energetiche e alimentari, continuino a crescere in linea con la domanda mondiale, a meno di innovazioni tecnologiche tali da determinare variazioni contrarie delle quotazioni. Contrariamente al decennio precedente, il processo di riduzione dei prezzi di beni manufatti importati dai paesi emergenti sembra terminato, in particolare per quel che riguarda i prodotti importati dalla Cina. Il progressivo apprezzamento dei tassi di cambio di questi paesi dovrebbe ulteriormente incidere sui prezzi dei prodotti importati dai paesi avanzati.

In sintesi, in misura maggiore che nel decennio precedente, la forte dinamica del resto del mondo è destinata a tradursi in un tasso d'inflazione più alto dei beni importati, siano essi materie prime o manufatti e servizi. Questo effetto può essere in parte attenuato dalla capacità di spostare la produzione dei beni importati verso nuovi paesi a mano d'opera più bassa, o addirittura di riportare la produzione nei paesi avanzati che hanno recuperato produttività, se questi riescono a mantenere una dinamica dei costi contenuta.

In ogni caso, un aumento permanente e ripetuto dei prezzi dei prodotti importati tenderà ad incidere sul tasso d'inflazione dei paesi avanzati, inclusa l'area dell'euro. Questo effetto avviene attraverso due canali. Il primo è semplicemente meccanico, attraverso il peso dei beni importati nel paniere di beni e servizi acquistati dalle famiglie. Ad esempio, i prodotti alimentari ed energetici pesano per circa il 30%, nel paniere medio dell'area dell'euro. Se si fa l'ipotesi di un aumento medio di questi prodotti del 4% all'anno, più o meno in linea con il tasso di crescita dell'economia mondiale (o dei tassi d'interesse a lungo termine, secondo la regola di Hotelling), i prezzi medi dell'area dell'euro aumentano dell'1,2% solo per l'effetto di questi prodotti. Non è dunque una componente che si può ignorare, come si farebbe se si utilizzasse come riferimento la cosiddetta core inflation. Questo concetto perde ovviamente di rilevanza in un mondo globale.

Il secondo effetto riguarda l'implicazione per i prezzi degli altri prodotti, che compongono il 70% del paniere, e che comprendono beni manufatti e servizi, una parte dei quali è importata e l'altra prodotta internamente. Ipotizziamo per semplicità che tali beni vengano interamente prodotti internamente. Se i prezzi di questi prodotti crescono ad un ritmo del 2% all'anno, l'inflazione media complessiva risulta essere del 2,6%, superiore all'obiettivo del 2% della maggior parte delle banche centrali dei paesi avanzati, inclusa la BCE il cui obiettivo è un'inflazione inferiore ma prossima al 2% nel medio periodo.

La banca centrale si trova dunque confrontata con due alternative. La prima è di rivedere al rialzo l'obiettivo del tasso d'inflazione, tenendo conto dell'inflazione importata, oppure guardare solo all'inflazione non importata e ignorare il resto. Questa strategia è complessa, perché innanzitutto non è chiaro quanto sarà in prospettiva il tasso d'inflazione importato, che non è sotto il controllo della banca centrale. Inoltre, una revisione al rialzo rischia di comportare una perdita di credibilità e di essere interpretata come un cambiamento di strategia. Peraltro, un obiettivo di inflazione più elevato comporta un aumento delle aspettative d'inflazione, e dunque dei tassi d'interesse a lungo termine, che deve essere prima o poi accompagnato da un aumento dei tassi a breve. Infine, se il tasso d'inflazione obiettivo viene aumentato, non sarà facile convincere gli operatori nazionali di non incorporare tale aumento nei loro comportamenti, incluso nelle richieste salariali. In una situazione di disoccupazione elevata tale rischio è contenuto, ma man mano che la ripresa economica si consolida il rischio di effetti di avvitamento (second round) aumentano.

Alternativamente la banca centrale può decidere di mantenere immutato l'obiettivo d'inflazione al 2% (o meno). In questo caso, dato che il contributo dell'inflazione importata è dell'1,2%, ciò significa che i prodotti interni non devono aumentare di più dell'1% all'anno. In altre parole, per essere coerente con un'inflazione del 2%, l'inflazione core, o al netto dei prodotti energetici e alimentari deve essere dell'1%. Come si ottiene questo risultato? Orientando la politica monetaria ad un'inflazione interna dell'1%. Questo può essere ottenuto attraverso una moderazione dei costi e dei prezzi da parte dei produttori. Ciò non significa necessariamente una perdita di potere d'acquisto, se la produttività aumenta a un ritmo paragonabile all'inflazione importata. Se ciò non avviene, tuttavia, l'unico modo per assicurare la stabilità dei prezzi è di avere un contenimento del potere d'acquisto dei salari. Questo richiede che gli incrementi dei prezzi dei beni importati non siano trasferiti sui salari e sui prezzi interni.

I numeri che ho usato hanno uno scopo illustrativo e non devono essere messi in riferimento con quelli attuali. Il punto che vorrei fare è che se prosegue il divario di crescita tra i paesi avanzati e quelli emergenti, l'inflazione importata da questi ultimi non può essere ignorata. Normalmente, l'inflazione più alta del resto del mondo dovrebbe essere compensata da un apprezzamento del cambio della valuta nazionale nei confronti del resto del mondo. Ma questo avviene solo nei casi di paesi a struttura economica comparabile. Nel caso in questione, invece, il tasso di cambio dei paesi avanzati tende a deprezzarsi rispetto ai paesi emergenti, a causa della maggior crescita della produttività in questi ultimi paesi. Questi due effetti, maggior inflazione esterna e deprezzamento, si cumulano e determinano una perdita di ragioni di scambio per i paesi avanzati. Per evitare effetti di avvitamento, è necessario che la dinamica dei costi e dei prezzi nei paesi avanzati, inclusi quelli dell'area dell'euro, sia significativamente più contenuta di quella dei paesi emergenti. Questo aspetto deve essere incorporato nei comportamenti delle imprese, dei sindacati, delle autorità pubbliche. Solo attraverso una inflazione interna significativamente più bassa del 2% si può evitare l'avvitamento delle aspettative e si può mantenere un tasso di crescita dell'economia in linea con il potenziale. Altrimenti la politica monetaria deve diventare più restrittiva di quanto non lo debba essere, il che determina, fino a quando i comportamenti non si adeguano alla nuova norma, una crescita più lenta.

La fragilità dei mercati finanziari

La terza sfida che devono affrontare le banche centrali dei paesi avanzati riguarda la fragilità del sistema finanziario, in una fase di ridimensionamento del sistema stesso e di riduzione della sua leva finanziaria complessiva.

La crisi finanziaria è emersa per effetto dell'eccessiva leva finanziaria che ha alimentato un eccesso di consumi e bolle speculative su vari mercati, in particolare quello immobiliare. Il ritorno verso un equilibrio sostenibile dipende dalla ricomposizione di questi eccessi. Questa ricomposizione non può essere immediata, né durare troppo a lungo.

L'aggiustamento non può essere immediato perché una riduzione troppo repentina della leva finanziaria rischia di provocare una contrazione eccessiva dell'attivo e del passivo delle istituzioni finanziarie, con un impatto sull'attività reale. In altre parole un credit crunch. L'aggiustamento non deve però essere nemmeno troppo lento, perché protrarre un livello di leva finanziaria eccessivo rischia di creare nuovi squilibri e indurre di nuovo le istituzioni finanziarie a prendere rischi eccessivi.

In questo processo di aggiustamento la politica monetaria svolge un ruolo essenziale, sia attraverso le misure convenzionali sia quelle di natura straordinaria. Per esempio, l'offerta illimitata di liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale è stata essenziale nel favorire l'accesso alla liquidità da parte di molte banche in un periodo in cui i mercati monetari non hanno funzionato in modo adeguato. Tuttavia, se protratta per periodi di tempo troppo estesi, può ritardare i necessari aggiustamenti che devono essere messi in atto dalle banche stesse, in particolare per ridurre la leva finanziaria e rafforzare il patrimonio. Tali ritardi potrebbero contribuire ad accentuare la fragilità del settore stesso. Per quanto riguarda le politiche tradizionali, non bisogna dimenticare che i tassi d'interesse decisi dalle banche centrali influenzano, inter alia, la valutazione dell'attivo delle istituzioni finanziarie nonché i loro costi di (ri-)finanziamento, ed in particolare gli spreads che prevalgono nei mercati monetari (money markets). In altre parole, occorre che le autorità di politica monetaria prestino la necessaria attenzione affinché con le loro azioni certi rischi, quali per esempio il rischio di liquidità (liquidity risk), non vengano compressi in maniera eccessiva. Oppure affinché non inducano le istituzioni finanziarie ad assumere nuovamente rischi eccessivi (risk-taking channel).

È anche vero, però, che un ritiro troppo repentino delle misure di sostegno alla liquidità potrebbe indurre aggiustamenti eccessivi o troppo rapidi da parte delle istituzioni finanziarie. Per esempio, istituzioni finanziarie solide potrebbero dover liquidare una parte significativa del loro attivo in tempi relativamente brevi. Il che, a sua volta, potrebbe determinare un'eccessiva depressione dei prezzi delle attività finanziarie (fire-sales), con conseguenti reazioni a catena sui bilanci di altre istituzioni che vedrebbero il valore del loro stesso attivo diminuito. Come ci ha insegnato la recente crisi finanziaria, una depressione dei prezzi degli attivi potrebbe inoltre generare difficoltà nell'approvvigionamento della liquidità nei mercati.

La terza sfida della politica monetaria risiede dunque nella corretta valutazione del processo di aggiustamento della leva finanziaria (de-leveraging) da parte delle istituzioni finanziarie e dell'impatto che il cambiamento delle politiche monetarie può generare sulla ricomposizione degli squilibri. Sfida, questa, importante proprio per il mantenimento della stabilità dei prezzi, l'obiettivo ultimo della Banca Centrale Europea. Non si dimentichi, infatti, il ruolo essenziale che il sistema finanziario gioca nella trasmissione degli impulsi della politica monetaria, il che mi porta oggi a parlare della quarta sfida.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

La quarta sfida riguarda proprio l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, a fronte delle turbolenze finanziarie, in particolare per quel che riguarda i debiti sovrani. Questa sfida è particolarmente acuta nell'area dell'euro, dove, a differenza del resto del mondo, la moneta è chiaramente separata dal bilancio pubblico. Nell'area dell'euro i problemi di debito pubblico creati dalla crisi non possono essere risolti con l'inflazione. Il Trattato l'esclude. L'esclude il comportamento della Banca centrale.

L'altra modalità di aggiustamento è il risanamento delle finanze pubbliche attraverso un surplus primario di bilancio che porta a stabilizzare e poi a ridurre il peso del debito pubblico sul Prodotto lordo. In tutti i paesi deve essere raggiunto questo obiettivo, non solo nell'area dell'euro.

I mercati finanziari valutano i rischi connessi ai processi di aggiustamento delle finanze pubbliche, e la possibilità che i governi non riescano a metterli in atto. In questo caso viene scontato un rischio di credito, che si ripercuote direttamente sul tasso d'interesse sui titoli di stato. Data la centralità dei titoli di stato nei sistemi finanziari dei vari paesi, l'incertezza e la volatilità connessa a questi titoli influisce sulle rispettive economie. Ciò è facilmente verificabile esaminando la correlazione tra i premi di rischio delle obbligazioni pubbliche con quelle bancarie e di altre aziende anche non finanziarie dei rispettivi paesi. La differenza dei premi di rischio implica che la politica monetaria non viene trasmessa in modo uniforme attraverso l'intera area dell'euro.

Gli impulsi della politica monetaria vengono trasmessi lungo la curva dei rendimenti (yield curve), fino alle scadenze più elevate. La trasmissione può essere ostacolata nel caso in cui un segmento della curva dei rendimenti non funziona in modo adeguato. Le obbligazioni pubbliche vengono peraltro usate come collaterale per ottenere liquidità nei mercati monetari. La disponibilità di collaterale nonché la percezione degli operatori circa la qualità del collaterale stesso influenzano gli spreads che prevalgono nel mercato monetario, al di là dei tassi overnight ai quali le banche centrali prestano fondi al sistema bancario. I mercati monetari e i loro spreads sono a loro volta cruciali nel determinare se gli impulsi della politica monetaria possono trasmettersi con facilità oppure no, e se le transazioni nei mercati monetari sono circondate da incertezza oppure avvengono senza intoppi.

È in questo contesto che deve essere valutato il Securities Markets Programme messo in atto dalla Banca Centrale Europea. Nel maggio 2010, le tensioni a cui sono stati sottoposti i titoli di stato greci hanno generato incertezza e perdita di fiducia che si è estesa ai mercati dei titoli pubblici di svariate giurisdizioni dell'area dell'euro, fino a quasi paralizzarli. L'acquisto di titoli pubblici da parte della Banca Centrale Europea ha come scopo quello di salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, dando supporto a segmenti di mercato ritenuti cruciali per il finanziamento del settore finanziario, e bancario in particolare. A questo riguardo è importante sottolineare le differenze con gli acquisti di titoli pubblici fatti in altri contesti, in particolare da alcune banche centrali in giurisdizioni al di fuori dell'area dell'euro. Per esempio, tra gli obiettivi perseguiti dalla Riserva federale nell'implementare i propri programmi di quantitative easing c'è quello della diminuzione dei tassi di interesse di lungo periodo. Nel caso della BCE gli effetti degli interventi sulla liquidità complessiva vengono sterilizzati.

Lo SMP è uno degli strumenti non convenzionali adottati in questi anni, insieme ad altri come quelli relativi alle operazioni di rifinanziamento a tasso fisso e quantità illimitate per il sistema bancario. Anche in questo caso l'obiettivo è quello di ovviare ai problemi di malfunzionamento del mercato monetario, connesso all'aumento del premio di rischio di controparte che ha portato ad una diminuzione sostanziale dei volumi e della liquidità.

L'attuazione di queste misure non standard, mirate ad ovviare ai problemi derivanti dai meccanismi di trasmissione della politica monetaria pone almeno due tipi di sfide.

Il primo riguarda la distinzione che deve essere fatta in modo chiaro tra l'adozione di queste misure e la stance della politica monetaria, la quale deve essere determinata in base all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Tale distinzione è necessaria per evitare "inquinamenti" nell'impostazione complessiva della politica monetaria, che potrebbe incidere sulla credibilità della banca centrale e in ultima istanza sulle aspettative d'inflazione. La tipologia delle operazioni non convenzionali messe in atto dalla BCE consente di modificare la stance della politica monetaria, in particolare attraverso una modifica dei tassi di interesse, indipendentemente dalle operazioni non-convenzionali che vengono utilizzate. In altre parole, le decisioni circa i tassi d'interesse possono essere disconnesse dalle misure non-convenzionali.

L'ultima sfida è di evitare che le misure non convenzionali, che mirano ad ovviare ad alcune distorsioni emerse sui mercati finanziari, creino a loro volta ulteriori distorsioni, incidendo in particolare sui comportamenti degli operatori.

Faccio un paio di esempi, collegati a quanto già evidenziato in precedenza. Il primo riguarda le operazioni di rifinanziamento a tasso fisso, per quantità illimitate. Come ho ricordato prima, queste operazioni consentono di ovviare ai problemi connessi all'aumento del rischio di controparte, che affligge in particolare le istituzioni più fragili. Queste operazioni consentono di dare liquidità ai mercati, ma non di risolvere il problema all'origine, che riguarda la solidità patrimoniale delle banche, sul quale devono vigilare le autorità regolamentari. Se le operazioni di rifinanziamento vengono condotte per un periodo prolungato, c'è il rischio che la banca centrale si sostituisca al mercato mentre il processo di risanamento del sistema viene rimandato. In altri termini alcune banche possono diventare "dipendenti" (addicted) alla liquidità fornita dalla banca centrale e non hanno incentivo a mettere a posto i propri conti e a ricapitalizzarsi. In alcuni paesi tale dipendenza può riguardare l'intero sistema bancario, le cui difficoltà riflettono quelle dell'emittente sovrano. Per evitare tale dipendenza si devono creare disincentivi per gli operatori a rifinanziarsi in modo eccessivo esclusivamente presso l'Eurosistema, e incentivi a tornare progressivamente sul mercato a tassi di interesse competitivi.

Il secondo esempio riguarda il rischio che l'acquisto di titoli pubblici sul mercato secondario condotto nell'ambito del SMP crei un incentivo per le autorità dei paesi interessati a rimandare l'adozione delle misure necessarie per il risanamento fiscale o per la ristrutturazione del sistema finanziario.

L'esperienza di questi mesi ha mostrato che i governi tendono a prendere decisioni impopolari solo sotto la pressione dei mercati. Un'azione della banca centrale che eliminerebbe del tutto tale pressione rischierebbe di diventare controproducente e di creare azzardo morale. Vi è dunque un confine sottile tra l'obiettivo di mantenere una pressione sufficiente sulle autorità dei paesi membri e quello di evitare dinamiche di mercato destabilizzanti che in ultima istanza ostacolano la conduzione della politica monetaria.

Conclusioni

In conclusione, la crisi in atto da ormai oltre tre anni ha posto nuove sfide alla politica monetaria, in tutti i paesi, inclusa l'area dell'euro. Il modo migliore per far fronte a queste crisi è di far ricorso alla propria indipendenza per perseguire l'obiettivo stabilito, rendendo conto del proprio operato in modo trasparente. Mai come in questo periodo le banche centrali sono state oggetto di così stretto scrutinio, da parte dell'opinione pubblica e dei mercati. C'è un motivo. Troppo spesso in passato la moneta è stata usata per ridistribuire ricchezza e far pagare una tassa ingiusta, quella dell'inflazione, ai contribuenti più deboli. Ciò non deve più avvenire.

Banca centrale europea
Direzione Comunicazione
Divisione Stampa e informazione
Kaiserstrasse 29, D-60311 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 1344 7455, Fax +49 69 1344 7404
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

La riproduzione è consentita purché venga citata la fonte.