

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema

L'Eurosistema, che comprende la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali (BCN) degli 11 Stati membri che hanno adottato l'euro, ha come obiettivo principale il mantenimento della stabilità dei prezzi. Data l'origine monetaria della dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo, su cui vi è un ampio consenso, informazioni utili sulla loro evoluzione futura possono essere desunte dagli andamenti della quantità di moneta detenuta dal pubblico, che costituiscono perciò un importante strumento di orientamento per la conduzione della politica monetaria. Inoltre, l'analisi degli aggregati monetari può contribuire alla valutazione complessiva dell'evoluzione del sistema finanziario e più in generale del sistema economico.

Un aggregato monetario può essere definito come la somma del circolante più le consistenze in essere di alcune passività delle istituzioni finanziarie, il cui "carattere monetario" è particolarmente evidente o la cui liquidità, intesa in senso lato, è elevata. L'Eurosistema ha definito un aggregato monetario ristretto (M1), uno "intermedio" (M2) e uno ampio (M3). Questi aggregati differiscono tra loro per quanto attiene al "carattere monetario" delle attività incluse. Secondo l'analisi condotta dalla BCE e dal suo predecessore, l'Istituto monetario europeo, gli aggregati monetari ampi dell'area dell'euro, pur essendo forse meno controllabili nel breve termine, presentano, rispetto a quelli ristretti, caratteristiche migliori in termini di stabilità e forniscono maggiori informazioni sull'andamento dei prezzi nel medio termine. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema richiede l'individuazione di un aggregato monetario che rappresenti un indicatore stabile e affidabile dell'inflazione in un orizzonte di medio termine. Di conseguenza, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attribuire all'aggregato monetario ampio M3 un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria, attraverso l'annuncio di un valore di riferimento per il suo tasso di crescita annuale.

I L'importanza degli aggregati monetari

Le informazioni fornite dagli aggregati monetari

L'obiettivo principale dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. La politica monetaria, tuttavia, non può direttamente controllare l'andamento dei prezzi nell'area dell'euro, ma esercita i suoi effetti attraverso un complesso meccanismo di trasmissione, che normalmente coinvolge il sistema finanziario, i mercati finanziari e il resto del sistema economico. Esso è caratterizzato da vari canali di trasmissione monetaria, ciascuno dei quali comporta intervalli di tempo lunghi, variabili e non completamente prevedibili tra l'utilizzo degli strumenti monetari e i riflessi sui prezzi. Di conseguenza, la politica monetaria deve analizzare le prospettive relative all'andamento dei prezzi e valutare attentamente i tempi e l'entità degli effetti che su di essi hanno le azioni di politica monetaria. A tal fine, le banche centrali analizzano e tengono sotto osservazione numerosi indicatori monetari, finanziari ed economici, che contribuiscono a una valutazione più accurata della situazione economica, delle prospettive degli andamenti dei prezzi e del meccanismo di

trasmissione delle misure di politica monetaria.

Tra le variabili utili a questo fine, la moneta riveste un ruolo fondamentale. Pertanto, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attribuire alla moneta un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, segnalando tale decisione attraverso l'annuncio, nel dicembre scorso, di un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario ampio (cfr. l'articolo: *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità* nel numero di gennaio 1999 del Bollettino mensile della BCE).

Gli andamenti monetari possono fornire utili informazioni sull'andamento futuro dei prezzi e costituire così un importante strumento di orientamento per la conduzione della politica monetaria. Vi è ampio consenso, fondato su un'evidenza empirica ragguardevole, sul fatto che la dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo abbia un'origine monetaria. In particolare, gli aumenti dei prezzi sono, in genere, strettamente legati a tassi di crescita della moneta superiori al potenziale di crescita dell'economia reale nel medio termine. Inoltre,

l'esperienza storica delle banche centrali in Europa e nel resto del mondo dimostra che è importante, per il successo della politica monetaria, effettuare un'analisi approfondita degli aggregati monetari e delle informazioni che essi forniscono.

Oltre a offrire indicazioni sull'andamento futuro dei prezzi, tale analisi svolge un ruolo importante nella più generale valutazione del sistema economico. Le determinanti fondamentali degli aggregati monetari - e delle loro contropartite - sono in genere variabili che misurano l'attività economica e la ricchezza, nonché tassi di interesse o differenziali tra tassi. Dal momento che la reazione di un particolare aggregato monetario a uno specifico disturbo esogeno può dipendere dal tipo di attività di cui esso consiste, un'analisi dei differenti aggregati monetari può concorrere a una migliore comprensione dell'evoluzione del settore bancario, dei mercati finanziari e, più in generale, del sistema economico: l'osservazione attenta e continua degli andamenti monetari contribuisce a identificare la natura dei disturbi esogeni che colpiscono il sistema economico e quindi a formulare una valutazione della sua evoluzione.

Sebbene in circostanze normali gli aggregati monetari ampi forniscano informazioni sulla dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo, nel breve il legame tra moneta e prezzi può essere distorto da una pluralità di fattori particolari. I tassi mensili di crescita degli aggregati monetari non forniscono un segnale chiaro e univoco sul futuro andamento dei prezzi, poiché numerosi fattori di disturbo possono influenzare la domanda di moneta, per esempio cambiamenti istituzionali nel sistema bancario, innovazioni finanziarie, variazioni nel livello dell'imposizione fiscale e degli obblighi di riserva o l'utilizzo della valuta in altri paesi. È quindi importante distinguere, per quanto possibile, tra le variazioni degli aggregati monetari causate da fattori particolari e quelle che indicano rischi per la stabilità dei prezzi. Anche le proprietà anticipatorie della moneta nei confronti dei prezzi possono essere negativamente influenzate, nel breve termine, da disturbi che agiscono direttamente sul livello dei prezzi, derivanti, per esempio, da variazioni dell'imposizione indiretta, dei prezzi amministrati o di quelli delle materie prime.

In tale contesto è essenziale che l'analisi degli aggregati monetari faccia uso di metodi analitici all'avanguardia e si fondi su una comprensione approfondita di quei fattori economici e istituzionali che possono avere, nel breve termine, un impatto sulle relazioni tra moneta, attività reale, tassi di interesse e prezzi. Ciò permette alle banche centrali di riconoscere e stimare le distorsioni a cui quelle relazioni sono soggette e di utilizzare nel modo più efficace le informazioni fornite dagli aggregati monetari.

Il ruolo delle banche centrali

Alla osservazione empirica dello stretto legame, nel medio termine, tra moneta e andamento dei prezzi, si affiancano considerazioni di natura teorica e istituzionale nel sottolineare l'importanza, per l'Eurosistema, di una osservazione accurata e continua degli andamenti monetari. Le banche centrali sono istituzioni che creano moneta nella sua forma più liquida, ossia il circolante e i depositi detenuti dagli istituti di credito presso la banca centrale; in questo campo, le banche centrali sono in una posizione di monopolio. La moneta della banca centrale, la cosiddetta base monetaria, è la sola attività finanziaria che svolge simultaneamente funzioni di pagamento e di regolamento. L'Eurosistema non soltanto ha una posizione di monopolio nell'emissione delle banconote aventi corso legale nell'area dell'euro, ma impone anche agli istituti di credito di detenere una riserva obbligatoria; ciò, a sua volta, crea domanda addizionale di moneta della banca centrale da parte del settore finanziario.

Le banche centrali, utilizzando la propria posizione di monopolio, possono influenzare direttamente il prezzo (o il costo-opportunità) di detenere base monetaria, ossia il tasso di interesse di mercato a breve termine. Lo fanno fornendo agli istituti di credito liquidità, sotto forma di base monetaria, a tassi di interesse che esse stesse determinano; l'emissione di depositi bancari e di altri strumenti monetari è a sua volta dipendente dalla disponibilità di moneta della banca centrale ed è influenzata dal livello dei tassi di interesse ufficiali della banca centrale: la necessità di utilizzare la moneta della banca centrale fornisce all'Eurosistema, attraverso questi canali, una leva per influenzare l'espansione complessiva della massa monetaria.

Riquadro I

Le istituzioni finanziarie monetarie (IFM)

Il concetto di Istituzione finanziaria monetaria (IFM) è stato messo a punto dall'Istituto monetario europeo (IME) in collaborazione con le banche centrali nazionali (BCN) nell'ambito dei preparativi per la politica monetaria unica. Le IFM comprendono tre principali gruppi di istituzioni. Il primo è costituito dalle banche centrali; il secondo dagli istituti di credito residenti, come definiti dalla legge comunitaria: "un ente la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili (inclusi i proventi della vendita di obbligazioni bancarie al pubblico) e nel concedere crediti per conto proprio"; il terzo gruppo, da tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere da enti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o fare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Questo gruppo comprende principalmente i fondi di investimento monetario.

Per identificare il terzo gruppo di IFM, il SEBC ha formulato l'espressione "altamente sostituibile ai depositi" in considerazione delle caratteristiche di liquidità delle attività finanziarie: la definizione tiene conto delle caratteristiche di trasferibilità, convertibilità, certezza e negoziabilità e fa riferimento, ove opportuno, alla scadenza originaria. Più in dettaglio, l'essere "altamente sostituibile ai depositi" è una proprietà valutata in base ai seguenti criteri:

- la "trasferibilità", che si riferisce alla possibilità di mobilizzare i fondi investiti in uno strumento finanziario utilizzando strumenti di pagamento quali assegni, ordini di trasferimento, addebitamento diretto o strumenti analoghi;
- la "convertibilità", che riguarda la possibilità e il costo di conversione degli strumenti finanziari in circolante o in depositi trasferibili;
- la "certezza", che consiste nel conoscere in anticipo l'esatto valore di liquidazione di uno strumento finanziario in termini di circolante;
- la "negoziabilità", che si riferisce ai titoli quotati e scambiati regolarmente su un mercato organizzato.

L'Eurosistema, per fini statistici, definisce e aggiorna l'elenco delle IFM. La totalità delle IFM dell'area dell'euro costituisce l'insieme effettivo dei soggetti segnalanti per la compilazione del bilancio consolidato del settore. Tuttavia, le BCN possono concedere deroghe alle IFM di piccole dimensioni, purché le IFM che contribuiscono al bilancio consolidato mensile rappresentino almeno il 95 per cento del totale del bilancio delle IFM nel rispettivo Stato membro partecipante.

La base monetaria, tuttavia, è nel breve termine molto variabile e non costituisce un indicatore affidabile dell'inflazione futura. La politica monetaria concentra quindi normalmente la

sua attenzione sugli aggregati più ampi. Nel caso dell'area dell'euro essi sono rappresentati dal circolante e da alcune passività delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM; cfr. riquadro I).

2 Definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro

Il punto di partenza per la definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro è il bilancio consolidato del settore delle IFM (cfr. tav. I). In generale, la definizione appropriata di un aggregato monetario dipende in gran parte dall'obiettivo che ci si prefigge. Dal momento che molte attività finanziarie, pur differenti, sono tra loro sostituibili, e che la natura e le caratteristiche dei vari tipi di attività e transazioni finanziarie, nonché dei mezzi

di pagamento, sono in continua evoluzione, non sempre è chiaro che cosa si debba intendere per "moneta" e quali attività finanziarie siano coerenti con una certa definizione di moneta. È questa la ragione per cui le banche centrali generalmente definiscono e osservano con attenzione e regolarità diversi aggregati monetari. Questi vanno da aggregati ristretti, quali la moneta della banca centrale (base monetaria) - consistente in circolante

Tavola I

Bilancio consolidato semplificato del settore delle IFM per l'area dell'euro ¹⁾

| Attività | Passività |
|---------------------------------------|--|
| 1. Prestiti | 1. Circolante |
| 2. Titoli diversi dalle azioni | 2. Depositi dell'Amministrazione centrale |
| 3. Azioni ed altri titoli di capitale | 3. Depositi della altre Amministrazioni pubbliche e di altri residenti nell'area dell'euro |
| 4. Attività sull'estero | 4. Quote di fondi di investimento monetario e titoli di mercato monetario |
| 5. Immobilizzazioni | 5. Titoli obbligazionari |
| 6. Altre attività | 6. Capitale e riserve |
| | 7. Passività sull'estero |
| | 8. Altre passività |

1) Per una descrizione dettagliata delle categorie di strumenti, si veda l'allegato 4 della pubblicazione della BCE: La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC, settembre 1998.

(ossia biglietti e monete) e depositi presso la banca centrale - ad aggregati più ampi, che comprendono il circolante, i depositi presso le banche commerciali e alcuni tipi di titoli.

Nel definire il concetto di moneta sono importanti sia la prospettiva microeconomica del singolo detentore, sia le proprietà empiriche degli aggregati monetari che derivano dall'insieme dei comportamenti dei detentori.

Criteri microeconomici

La moneta svolge tre funzioni nel sistema economico: funge da mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore. Nella prima funzione, la moneta facilita lo scambio di beni e servizi, riducendo i costi di informazione e di transazione; in quanto unità di conto per le transazioni economiche, facilita l'accesso degli operatori alle informazioni sui prezzi relativi dei vari beni; come riserva di valore, è detenuta anche a scopo di risparmio (sebbene la maggior parte del risparmio sia detenuta sotto forma di altre attività non monetarie). La moneta può svolgere queste funzioni in maniera ottimale solo a condizione che i prezzi siano stabili. Pertanto, la quota di ricchezza detenuta dagli operatori economici nella forma di attività monetarie - e quindi la domanda di moneta - è in generale maggiore quando i prezzi sono stabili.

Quanto meglio una certa attività riesce a svolgere le funzioni tipicamente svolte dal contante, tanto più marcato è il suo "carattere monetario", misurato generalmente dal grado di liquidità (definita in senso ampio) dell'attività stessa. Quanto più bassi sono i costi di transazione (per esempio, commissioni, imposte e, in circostanze specifiche, penalizzazioni) sostenuti quando si effettua un pagamento utilizzando il potere d'acquisto che l'attività rappresenta, e quanto meno variabile nel tempo è il suo valore nominale, tanto più elevata sarà normalmente la sua liquidità. Per esempio, i depositi a vista hanno un carattere monetario molto evidente, mentre i titoli azionari e le proprietà immobiliari sono ben lungi dall'essere equiparabili alla moneta.

Tuttavia, se tenessero sotto osservazione solo un aggregato monetario ristretto, le banche centrali correrebbero il rischio di trascurare, nella loro analisi degli sviluppi monetari, sostituti prossimi della moneta, come per esempio i depositi a risparmio a breve termine. D'altra parte, una definizione più ampia di moneta potrebbe non riflettere nella stessa misura la sua funzione di mezzo di scambio.

Criteri macroeconomici

L'individuazione degli aggregati monetari che presentano una correlazione stretta con importanti

variabili macroeconomiche, in particolare con il livello dei prezzi e con quei tassi di interesse che sono direttamente influenzati dalla politica monetaria, è una questione empirica. Si possono identificare tre criteri principali.

- La domanda di moneta è stabile quando una funzione stabile lega il livello della massa monetaria e quello dei prezzi, il che consente a una banca centrale di valutare quale sia il tasso di crescita della moneta coerente con la stabilità dei prezzi. L'approccio di solito adottato consiste nell'analizzare empiricamente la stabilità della funzione di domanda di moneta, in cui la massa monetaria è posta in relazione con il livello dei prezzi e con altre variabili macroeconomiche, in particolare il reddito reale e i tassi di interesse. Una distinzione utile è quella tra la stabilità di lungo termine della domanda di moneta e quella di breve termine.
- La moneta ha proprietà anticipatorie se l'aggregato monetario contiene informazioni che contribuiscono a prevedere il livello dei prezzi in un futuro di medio termine, quando quei processi di aggiustamento che avvengono con ritardo avranno avuto modo di esplicarsi.
- Un aggregato monetario è controllabile se, in un orizzonte di breve periodo, il suo tasso di crescita può essere determinato dalla banca centrale attraverso gli strumenti della politica monetaria. La controllabilità è particolarmente importante se la banca centrale annuncia un obiettivo di crescita monetaria di cui vuole essere ritenuta responsabile.

Gli aggregati ampi di solito mostrano maggiore stabilità e migliori proprietà anticipatorie di quelli ristretti. Questo è dovuto principalmente al fatto che essi sono meno influenzati da processi di sostituzione tra le varie passività delle IFM. Per contro, gli aggregati ristretti risultano più facili da controllare nel breve termine, attraverso i tassi di interesse ufficiali. Ciò avviene perché molte componenti di un aggregato monetario ristretto non sono remunerate a tassi di interesse vicini a quelli di mercato a breve termine; quando i tassi a breve termine salgono si riduce pertanto l'incentivo per gli investitori a detene-

re tali attività, con un conseguente calo della domanda di moneta nella definizione ristretta. Per contro, un aggregato monetario ampio è meno controllabile nel breve periodo poiché molte delle sue componenti sono remunerate a tassi di interesse vicini a quelli di mercato a breve termine, rendendone la domanda relativamente poco elastica rispetto a questi ultimi.

La definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro data dalla BCE

La definizione che la BCE ha dato degli aggregati monetari dell'area dell'euro si basa sui seguenti principi:

- (1) una definizione armonizzata del settore emittente moneta, che risulta formato da istituzioni che emettono passività dallo spiccato "carattere monetario" nei confronti di residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (esclusa l'Amministrazione centrale). Questo settore comprende le IFM residenti nell'area dell'euro (cfr. riquadro 1);
- (2) una definizione armonizzata del settore detentore di moneta, che comprende tutti i residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (esclusa l'Amministrazione centrale). Insieme con le famiglie, con le società non finanziarie e con le istituzioni finanziarie diverse dalle IFM, sono inclusi anche gli enti e le amministrazioni locali e i fondi di previdenza. L'Amministrazione centrale è considerata, dal punto di vista della moneta, un settore neutrale, con una eccezione: le passività dell'Amministrazione centrale aventi un carattere monetario (conti postali, conti di deposito nazionali e conti presso il Tesoro) sono incluse come posta speciale nella definizione degli aggregati monetari;
- (3) una definizione armonizzata delle categorie di passività delle IFM. Ciò consente di fare distinzioni all'interno di tali passività in base al loro carattere monetario (cfr. riquadro 2) e nello stesso tempo di tenere conto delle caratteristiche dei differenti sistemi bancari.

Riquadro 2

Armonizzazione degli aggregati monetari per l'area dell'euro

Lo schema di segnalazione degli aggregati monetari dell'area dell'euro è stato armonizzato in due fasi dall'IME e dalla BCE, in collaborazione con le BCN dell'Unione europea.

Prima fase

Nei primi anni novanta il Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea sviluppò una serie di proposte di armonizzazione degli aggregati monetari nazionali nei paesi della UE, essenzialmente sulla base del grado di liquidità delle categorie di strumenti esistenti. Tuttavia, tale approccio pragmatico presentava alcuni inconvenienti. In particolare, realizzava solo un limitato grado di armonizzazione a causa dell'eterogeneità delle definizioni e classificazioni statistiche sottostanti. Inoltre, tali aggregati si basavano ancora sulle statistiche bancarie e monetarie nazionali. Gli aggregati monetari armonizzati furono identificati aggiungendo la lettera H al codice (per esempio M3H), per distinguerli da quelli nazionali non armonizzati.

Seconda fase

L'IME ha condotto un lavoro capillare di preparazione per armonizzare le statistiche bancarie e monetarie, sfociato nella formulazione dei Requisiti statistici per la Terza fase dell'Unione monetaria (pacchetto di attuazione) nel giugno 1996. Sulla base dei requisiti statistici contenuti nel rapporto, le BCN hanno compiuto una completa revisione dei rispettivi sistemi di segnalazione statistica, in particolare per fornire categorie di settori, strumenti e scadenze armonizzati. I requisiti statistici sono stati poi estesi per coprire anche la rilevazione delle posizioni transfrontaliere all'interno dell'area. Il (nuovo) sistema statistico che ne è risultato per l'area dell'euro, comprendente il bilancio consolidato del settore delle IFM, è basato sui seguenti due elementi: la lista delle IFM per finalità statistiche (cfr. riquadro 1) e una descrizione dettagliata delle informazioni statistiche fornite da queste IFM con periodicità mensile e trimestrale. Le BCN rilevano queste informazioni statistiche dalle IFM secondo procedure nazionali, sulla base di classificazioni e definizioni armonizzate.

Al fine di ricavare dalle statistiche monetarie e bancarie dell'Eurosistema una definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro, il carattere monetario delle varie attività (passività per le IFM) viene distinto con riferimento a quattro criteri base (trasferibilità, convertibilità, scadenza e periodo di preavviso). I criteri della "trasferibilità" e della "convertibilità" sono esaminati nel riquadro 1. La "scadenza" distingue gli strumenti in base al tempo intercorrente tra la data del contratto e quella del rimborso, prima della quale è difficile convertire i fondi collocati in deposito. Il "periodo di preavviso" corrisponde al tempo che intercorre tra il momento in cui il possessore notifica l'intenzione di ottenere il rimborso del titolo e la data in cui può convertirlo in contante senza incorrere in penalizzazioni. In genere, più brevi sono la scadenza e il periodo di preavviso più spiccato risulta il carattere monetario di un'attività.

I primi dati delle nuove statistiche monetarie e bancarie armonizzate per l'intera area dell'euro hanno cominciato a essere disponibili presso la BCE nell'estate del 1998; si prevedono ulteriori miglioramenti nella qualità delle statistiche monetarie per i primi mesi del 1999. Si prevede, inoltre, di continuare a realizzare perfezionamenti volti a tenere conto in maniera dettagliata dei recenti sviluppi nel campo dell'innovazione finanziaria.

Sulla base di considerazioni teoriche e di studi empirici, e in linea con una pratica diffusa internazionalmente, l'Eurosistema ha definito un aggregato monetario ristretto (M1), uno "intermedio" (M2) e uno ampio (M3). Questi aggregati si differenziano per il carattere monetario più o meno spiccato delle attività che comprendo-

no. La tavola 2 illustra le definizioni degli aggregati monetari dell'area dell'euro usando le definizioni di passività emesse dal settore delle IFM (cfr. tav. 1) e da alcune istituzioni appartenenti al settore dell'Amministrazione centrale dell'area dell'euro (Poste, Tesoro). Come osservato in precedenza, questi aggregati comprendono solo

Tavola 2**Definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro**

| <i>Passività</i> ¹⁾ | <i>M1</i> | <i>M2</i> | <i>M3</i> |
|--|-----------|-----------|-----------|
| Circolante | X | X | X |
| Depositi a vista | X | X | X |
| Depositi con cadenza fissa fino a 2 anni | | X | X |
| Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi | | X | X |
| Pronti contro termine | | | X |
| Quote di fondi di investimento monetario e titoli di mercato monetario | | | X |
| Obbligazioni con scadenza fino a due anni | | | X |

1) *Passività con carattere monetario del settore emittente moneta e dell'Amministrazione centrale possedute dal settore detentore di moneta.*

attività detenute da residenti dell'area dell'euro presso IFM situate nell'area; poiché le attività liquide denominate in valute estere detenute da residenti dell'area dell'euro possono essere considerate sostituti prossimi di quelle denominate in euro, anch'esse vengono incluse negli aggregati monetari, se detenute presso IFM localizzate nell'area.

L'aggregato monetario ristretto (M1) comprende il contante - cioè banconote e monete - e saldi che possono essere immediatamente convertiti in contante o usati per pagamenti, cioè i depositi a vista.

L'aggregato monetario intermedio (M2) comprende, in aggiunta all'aggregato monetario ristretto (M1), i depositi con scadenza fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. A seconda del loro grado di liquidità, tali depositi possono essere convertiti in attività comprese nell'aggregato monetario ristretto, ma in alcuni casi la conversione può essere soggetta ad alcune restrizioni, come la necessità di un preavviso, penalizzazioni o commissioni. La definizione di M2 riflette il fatto che l'analisi e l'osservazione continua di un aggregato monetario che oltre al circolante com-

prenda depositi liquidi rivestono un particolare interesse per la banca centrale.

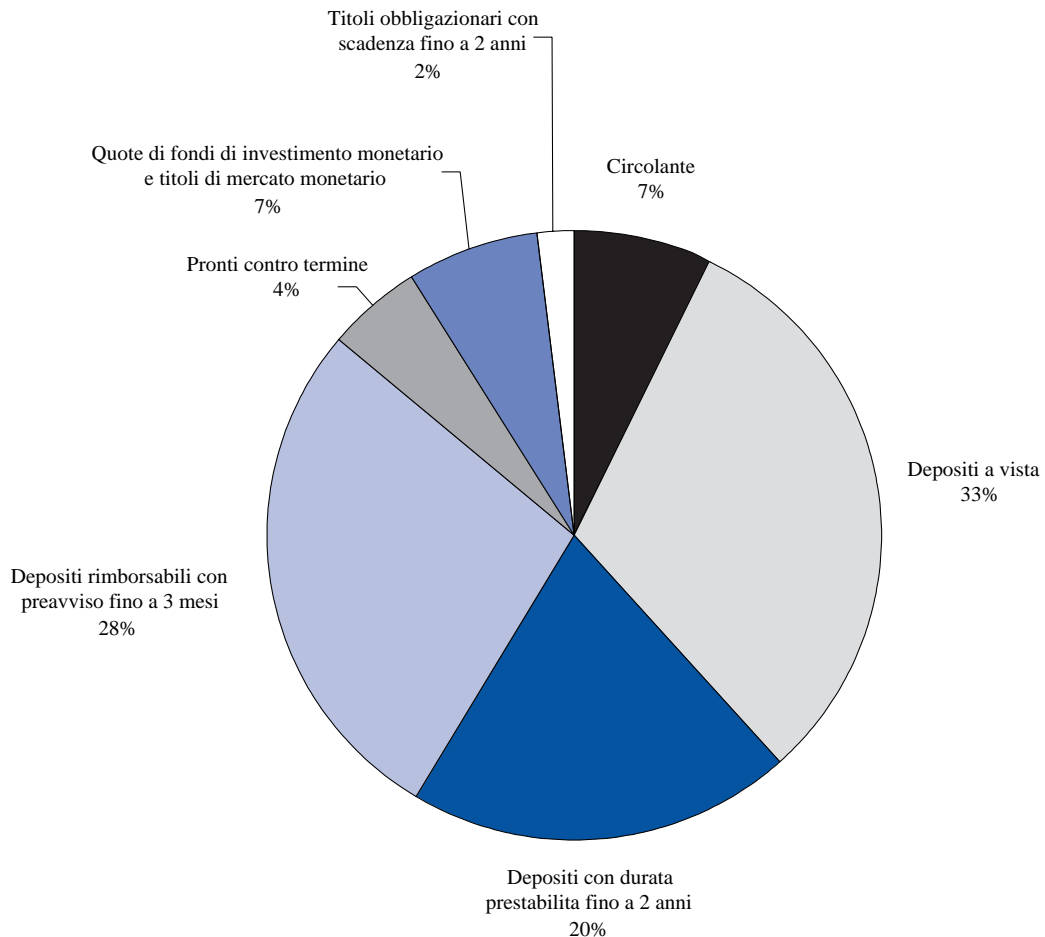
L'aggregato monetario ampio (M3) comprende, oltre a M2, alcuni strumenti negoziabili emessi dal settore delle IFM. Sono inclusi in questo aggregato alcuni strumenti del mercato monetario, in particolare quote di fondi di investimento monetario, titoli di mercato monetario e pronti contro termine; un elevato grado di liquidità e di certezza del prezzo rendono questi strumenti stretti sostituti dei depositi. Come conseguenza di tale inclusione, M3 è, rispetto alle definizioni di moneta più ristrette, meno influenzato da fenomeni di sostituzione tra le varie categorie di attività liquide e più stabile.

In base ai dati di dicembre 1998 (cfr. fig. 1), la composizione percentuale di M3 è la seguente: i depositi a vista ne costituiscono la frazione più ampia, pari al 33 per cento; la quota dei depositi a scadenza fissa fino a due anni è del 20 per cento, quella dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi è del 28 per cento; la quota di circolante è del 7 per cento; infine, la quota dei pronti contro termine è del 4 per cento, quella delle obbligazioni con scadenza fino a due anni del 2 per cento.

Figura 1

Quote percentuali delle componenti di M3

(Dicembre 1998)



Fonte: BCE.

Nota: Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento.

3 Valutazione degli andamenti passati degli aggregati monetari dell'area dell'euro

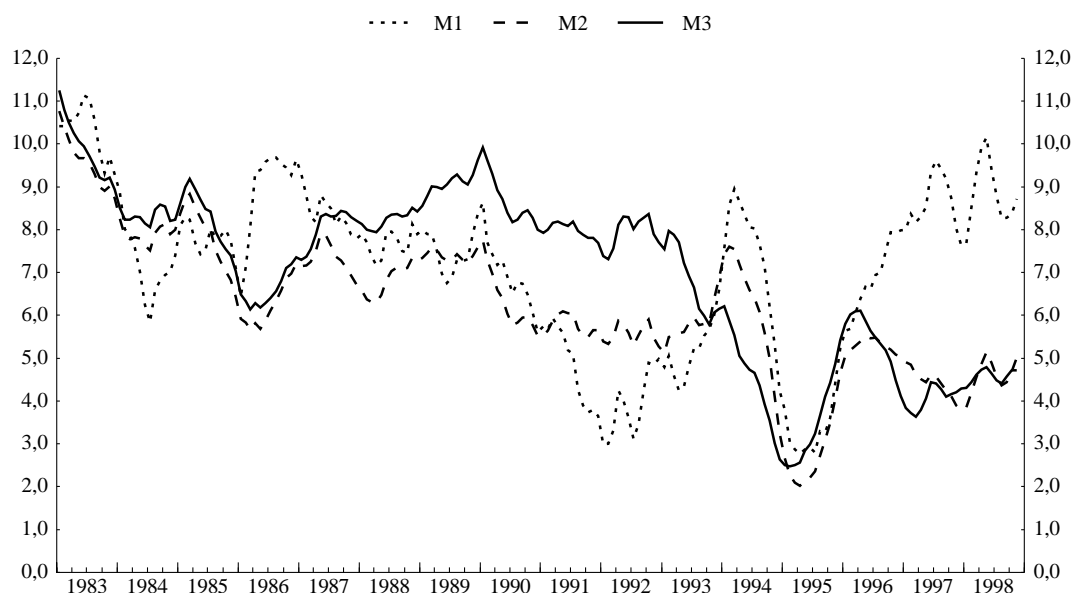
Dal gennaio 1999 gli aggregati monetari dell'area dell'euro sono compilati in base al bilancio consolidato del settore delle IFM dell'area espresso nella moneta unica, l'euro. Esso è disponibile, con lo stesso livello di dettaglio, dal settembre 1997; serie temporali che risalgono più indietro nel tempo, necessarie per valutare le tendenze degli aggregati monetari nel lungo periodo, possono essere ricostruite solo come aggregazione di stime dei contributi nazionali ai corrispondenti aggregati monetari dell'area. Queste stime devono basarsi su statistiche bancarie e monetarie nazionali che in passato non

erano totalmente armonizzate (cfr. riquadro 2); come ulteriore nota di cautela, si può osservare che la scelta del metodo con cui aggregare i dati precedenti il 1999 (al fine di congiungerli alle statistiche dell'area dell'euro che decorrono dal 1999) non è del tutto ovvia, dal momento che è solo dal 1999 che esiste un'unica valuta. I grafici riportati di seguito e tutte le altre statistiche monetarie di questo Bollettino usano, per aggregare le serie elementari e ottenere gli aggregati monetari dell'area dell'euro, i rapporti di conversione irrevocabilmente fissi stabiliti il 31 dicembre 1998 (in allegato a questo articolo

Figura 2

Aggregati monetari dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

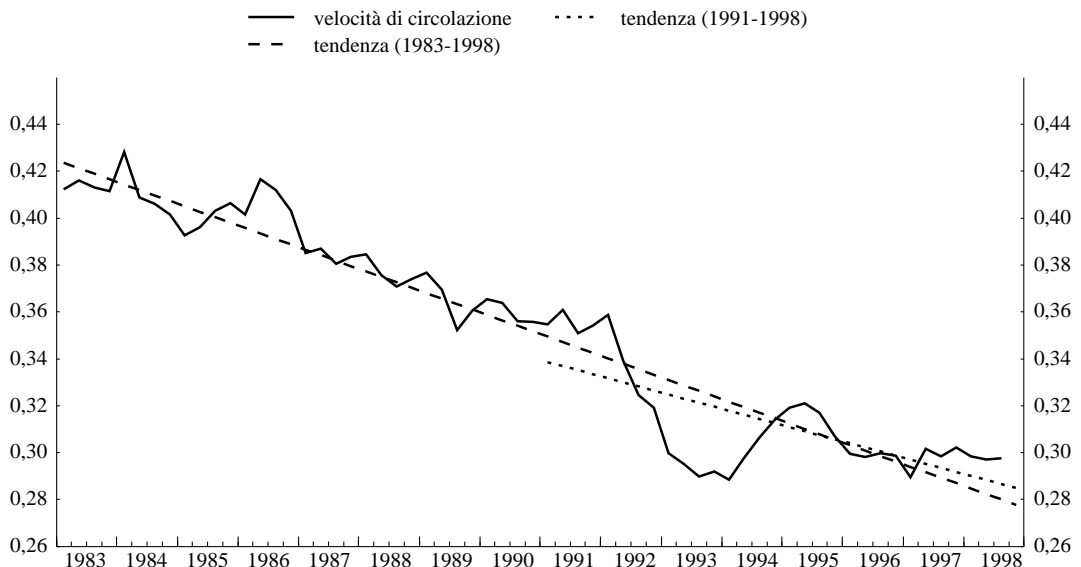
Nota: Media mobile centrata di tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi.

sono riportati dati e note metodologiche sulle serie storiche monetarie).

La figura 2 illustra come il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro abbia registrato una flessione dal 1990, aprendo la strada a ulteriori riduzioni dell'inflazione nell'area dell'euro. La rapida crescita delle quote di fondi di investimento monetario e dei titoli di mercato monetario si è riflessa, tra il 1987 e il 1993, in tassi di crescita di M3 più elevati di quelli di M2, con differenze nel ritmo di crescita annuale dei due aggregati talvolta rilevanti. Tuttavia, dalla metà degli anni novanta i tassi di crescita di M3 e M2 sono stati per lo più simili. La figura 2 mostra inoltre la maggiore variabilità dell'aggregato M1 rispetto a quella di M3; ciò è dovuto, tra l'altro, al fatto che il tasso di crescita dell'aggregato monetario ristretto è più sensibile alle variazioni del tasso di interesse. Dalla fine del 1996 la crescita di M3 si è stabilizzata su valori compresi tra il 3,5 e il 5 per cento. Allo stesso tempo, il livello più contenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro e il miglioramento delle prospettive di stabilità dei prezzi hanno accresciuto l'attrattiva delle attivi-

tà più liquide, causando un aumento della crescita di M1.

Un concetto importante ai fini della valutazione del comportamento degli aggregati monetari su periodi lunghi è la velocità di circolazione. La velocità di circolazione (rispetto al reddito) di M3 è definita come il rapporto tra il valore nominale del prodotto interno lordo (PIL) e il valore (nominale) di M3. Negli ultimi venti anni la velocità di circolazione di M3 ha seguito un trend discendente relativamente regolare (cfr. fig. 3); durante questo periodo l'aggregato M3 è cresciuto, in media, a un tasso di circa 1 punto percentuale superiore a quello del PIL nominale. Tra la metà del 1992 e la metà del 1995 questa tendenza ha subito delle distorsioni temporanee: la velocità di circolazione si è dapprima ridotta in modo pronunciato fino alla fine del 1993, per poi crescere sensibilmente durante i diciotto mesi successivi. Le crisi valutarie che hanno interessato il Sistema monetario europeo (SME) e gli ampi movimenti nei tassi d'interesse, unitamente a fattori di natura specifica - quali modifiche di rilievo nel regime di tassazione degli interessi in alcuni paesi - sembrano avere influenzato gli andamenti monetari in questo periodo.

Figura 3**Tendenza della velocità di circolazione di M3 per l'area dell'euro***(logarimi)*

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: La velocità di circolazione è calcolata come rapporto tra il PIL nominale ed M3; dati destagionalizzati; le serie dei PIL nazionali a prezzi correnti sono state convertite in euro sulla base dei rapporti di conversione fissati il 31 dicembre 1998.

Nonostante la temporanea variabilità della velocità di circolazione intorno alla metà degli anni novanta, l'analisi econometrica degli aggregati monetari dell'area dell'euro negli ultimi due decenni conforta l'opinione secondo la quale gli andamenti passati di M3, così come quelli di M2, sono coerenti con una stabilità di lungo periodo della domanda di moneta. Per contro, la stabilità di lungo periodo non sembra sussistere per l'aggregato ristretto M1.

Inoltre, i dati sulla crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) contengono informazioni utili per gli andamenti futuri dei prezzi. Nella figura 4 il tasso di crescita di M3, sfasato in avanti di sei trimestri, viene confrontato con gli aumenti degli indici dei prezzi al consumo per l'area dell'euro. La figura mostra che le variazioni dell'aggregato

monetario ampio, in circostanze normali, anticipano gli andamenti dei prezzi al consumo nel medio termine.

Le analisi empiriche condotte dalla BCE, con metodologie statistiche, sulle proprietà anticipatorie della moneta, confermano che l'aggregato monetario ampio è un indicatore degli andamenti futuri dei prezzi migliore dell'aggregato monetario ristretto (M1). Tuttavia, come già indicato, nel breve e anche nel medio periodo i prezzi possono deviare dal sentiero ipotizzabile sulla base della crescita monetaria. Per esempio, variazioni nella composizione di portafoglio alla metà degli anni novanta, che riflettevano almeno in parte fattori istituzionali, sembrano aver temporaneamente indebolito le proprietà anticipatorie dell'aggregato monetario ampio.

4 Il valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario ampio fissato dall'Eurosistema

In considerazione delle buone proprietà empiriche dell'aggregato M3, il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito di assegnare ad esso un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema. A tal fine, il

Consiglio direttivo ha annunciato un valore di riferimento quantitativo del 4½ per cento annuo per la crescita di questo aggregato. Il valore di riferimento ha la funzione di agevolare il Consiglio direttivo nell'analizzare e nel presen-

tare ai cittadini le informazioni contenute nell'aggregato monetario ampio, secondo modalità che offrano indicazioni coerenti e credibili per una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi.

Individuazione del valore di riferimento

Come è stato illustrato nel Bollettino mensile di gennaio 1999, il valore di riferimento è stato individuato in modo da essere coerente con la stabilità dei prezzi e, al tempo stesso, contribuire al suo raggiungimento. Qualora la crescita monetaria dovesse discostarsi per periodi prolungati o in misura notevole dal valore di riferimento, ciò segnalerebbe, di norma, la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio termine.

La metodologia utilizzata per individuare il valore di riferimento si basa sulla ben nota relazione tra la crescita monetaria, l'inflazione, la crescita del PIL reale e le variazioni nella velocità di circolazione, tenendo conto della definizione di stabilità dei prezzi annunciata dal Consiglio direttivo della BCE nell'ottobre 1998 ("un aumento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo inferiore al 2 per cento annuo").

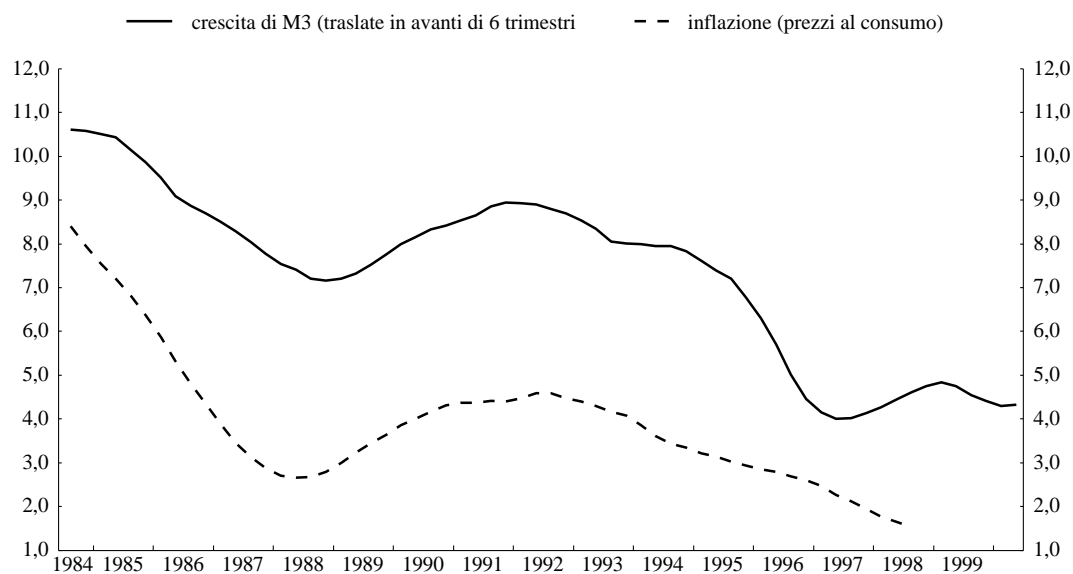
L'individuazione del valore di riferimento si è inoltre basata su ipotesi relative alle tendenze di crescita del PIL reale e di riduzione della velocità di circolazione di M3 nel medio periodo.

Per la crescita di medio termine del PIL reale nell'area dell'euro è stata formulata un'ipotesi del 2-2,5 per cento annuo, in linea con le stime effettuate sia dalle organizzazioni internazionali sia dalla BCE. Nel formulare l'ipotesi relativa alla riduzione della velocità di circolazione sono stati utilizzati diversi metodi. In base al primo di questi, si è stimata la tendenza implicita nell'andamento storico della velocità di circolazione, replicando la stima su diversi periodi campionari e usando differenti specificazioni. Seguendo il secondo metodo, la previsione della velocità per il medio periodo è stata ottenuta facendo uso delle stime della domanda di moneta nel lungo periodo, unitamente alle ipotesi sulla crescita del PIL reale e dei prezzi in precedenza indicate. Un risultato dell'analisi condotta è che le stime della tendenza della velocità di circolazione nel medio periodo basate sui coefficienti di una domanda di moneta stabile nel lungo periodo sono sostanzialmente in linea con quelle ricavabili da una stima della tendenza della serie storica della velocità.

Figura 4

Tendenze di lungo periodo della moneta e dei prezzi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: Medie mobili di otto trimestri delle variazioni percentuali sui dodici mesi di M3 e dei prezzi al consumo; per il periodo antecedente al 1996 le variazioni dei prezzi al consumo sono derivate dai relativi indici nazionali, successivamente dallo IAPC.

Come si vede dalla figura 3, la stima della tendenza della velocità di circolazione nel medio periodo dipende dal riferimento temporale. Per esempio, durante il periodo 1983-1998 la riduzione media è stata di circa l'1 per cento all'anno, mentre in periodi più recenti, a partire dagli inizi degli anni novanta, essa è stata inferiore, avvicinandosi di più allo 0,5 per cento. Date queste differenze, e anche per tenere conto delle incertezze collegate all'avvio della Terza fase, il Consiglio direttivo ha preferito indicare per la tendenza di medio periodo alla riduzione della velocità circolazione, piuttosto che un singolo valore, un intervallo compreso tra lo 0,5 e l'1 per cento.

Date queste ipotesi sulle tendenze del PIL reale e della velocità di circolazione nel medio periodo, e coerentemente con l'obiettivo di mantenere la crescita dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro al di sotto del 2 per cento, il Consiglio direttivo ha deciso di fissare il primo valore di riferimento per la crescita di M3 al 4½ per cento annuo. Una crescita monetaria di molto superiore a questo valore segnalerebbe rischi d'inflazione, nell'ipotesi che rimanga stabile la relazione tra M3, i prezzi e il PIL reale sottostante a una riduzione della velocità di circolazione compresa tra 0,5 e 1 per cento.

Sebbene nell'individuazione del valore di riferimento si siano ipotizzati, per alcune delle componenti considerate, intervalli di valori, il Consiglio direttivo ha deciso di annunciare un unico tasso di riferimento per la crescita monetaria,

piuttosto che un intervallo. L'annuncio di un intervallo di riferimento avrebbe potuto essere non correttamente interpretato dall'opinione pubblica, come implicante che i tassi d'interesse verrebbero automaticamente modificati se la crescita monetaria dovesse muoversi al di fuori dei limiti dell'intervallo.

Il Consiglio direttivo ha deliberatamente annunciato non già un obiettivo che intenderebbe raggiungere, ma un valore di riferimento. Quest'ultimo concetto non comporta l'impegno dell'Eurosistema a correggere gli scostamenti di breve periodo della crescita monetaria dal valore di riferimento: i tassi d'interesse non verranno modificati in modo meccanico in risposta a tali scostamenti, nel tentativo di riportare la crescita monetaria in linea con il valore annunciato. L'idea alla base del concetto di valore di riferimento è che eventuali scostamenti da esso della crescita monetaria dovranno essere analizzati in dettaglio: se gli andamenti monetari segnalano rischi per la stabilità dei prezzi, la politica monetaria di norma interverrà con l'intento di preservarla.

Il Consiglio direttivo confronta con il valore di riferimento gli andamenti monetari calcolati come media mobile a tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio. Questo approccio è volto a ridurre l'impatto di eventuali fluttuazioni mensili. Nel dicembre 1999 il Consiglio direttivo rivedrà il valore di riferimento del 4½ per cento, con l'intento di valutare se le ipotesi sottostanti la sua definizione siano ancora valide.

5 Considerazioni conclusive

C'è un ampio consenso sul fatto che, nel periodo medio-lungo, la dinamica dei prezzi abbia origini monetarie. Di conseguenza, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di assegnare alla moneta un ruolo di rilievo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema. Tale ruolo è stato indicato dall'annuncio, da parte del Consiglio Direttivo nel dicembre 1998, di un valore di riferimento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio M3 del 4½ per cento annuo.

L'individuazione di questo tasso incorpora la definizione della stabilità dei prezzi fornita dall'Eurosistema e si basa su ipotesi riguardo alla dinamica del PIL reale e della velocità di circolazione di M3 nel medio termine. Per raggiungere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, è importante per l'Eurosistema analizzare attentamente l'andamento di questo aggregato monetario in relazione al valore di riferimento e tenere sotto osservazione gli altri aggregati.