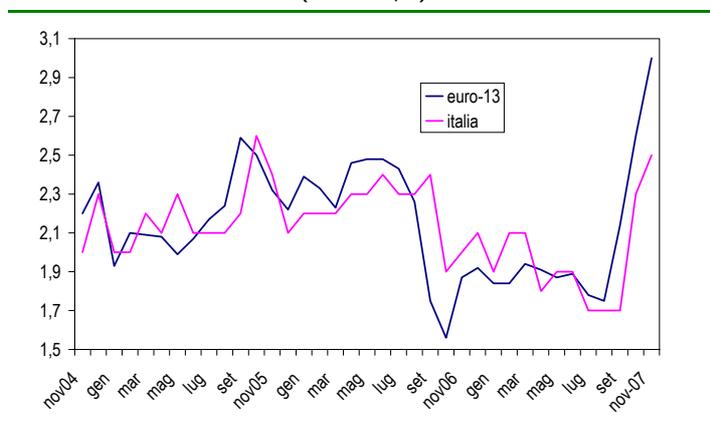


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Dinamica dei prezzi al consumo in Italia e in Euro-13 (var.% a/a)



Fonte: Istat

**Pag 2-** Il **sistema dei prezzi** torna sotto pressione in Italia, con la misura armonizzata di inflazione che cresce a novembre su base annua del 2,5% e del +0,3% su base mensile e risente delle spinte provenienti sia dai rincari dei carburanti sia dal vivace incremento di altri capitoli quali quello degli alimentari. L'accelerazione congiunturale crea le basi per un netto innalzamento dell'aumento medio dell'inflazione nel corso del 2008. Nel caso virtuoso in cui l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) rimanesse fermo sul valore di novembre 2007 per tutti i prossimi tredici mesi, la crescita media dell'inflazione nel 2008 sul 2007 sarebbe comunque pari ad un +1,5%. Sommando a questo effetto di trascinamento l'ipotesi di un incremento medio mensile dell'ordine di uno o due decimi di punto percentuale, la media annua del tasso di inflazione del 2008 salirebbe su valori compresi tra il 2,5 e il 3%. I "saldi" di gennaio e il tono debole della domanda potranno lenire l'accelerazione dei prezzi.

**Pag. 6 -** La crescita dell'**aggregato monetario "M3"** supera il 12% nell'Eurozona, ma si ferma sotto al 6% in Italia. Nel nostro paese il rallentamento della crescita economica si riflette in una decelerazione dei depositi bancari, specie di quelli delle famiglie, che a sua volta si accompagna alla riduzione della velocità di espansione delle componenti più liquide degli aggregati monetari. Ad ottobre 2007 il tasso annuo di crescita della somma di circolante e depositi in conto corrente scende in Italia al 4,5% rispetto al +7,2% rilevato a dicembre 2006.

# 42

## 2007

7 dicembre 2007

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas  
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma  
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

 **BNL**  
Gruppo BNP PARIBAS

## Prezzi sotto pressione in Italia e in Europa

A. Sagnotti ☎06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

In Italia, la stima provvisoria dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo di novembre ha indicato una variazione positiva dello 0,3% rispetto al mese precedente e un aumento del 2,5% su base annua. Nell'area dell'euro, la stima *flash* dell'inflazione si è attestata al 3%, un livello che non veniva toccato dal maggio 2001.

Il dato preliminare dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (NIC) ha fatto registrare una variazione positiva rispetto a ottobre dello 0,4%, che ha portato il tasso tendenziale al 2,4%, il valore più elevato da giugno 2004. Responsabili del balzo dell'inflazione negli ultimi due mesi sono soprattutto i forti rialzi delle quotazioni del petrolio e delle commodity agricole.

E' proseguita a ottobre l'accelerazione, iniziata tre mesi fa, dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. I prezzi all'origine hanno segnato una variazione dello 0,4% sul mese precedente e un aumento del 3,6% rispetto allo stesso mese di un anno prima. L'indice dei prezzi alla produzione, calcolato al netto dell'energia, ha segnato una variazione congiunturale dello 0,2% e tendenziale del 3,1%.

Negli ultimi due anni, l'occupazione alle dipendenze delle grandi imprese è aumentata complessivamente dello 0,4%. Il risultato è la sintesi di una diminuzione dello 0,8% per gli occupati dell'industria e di un incremento dell'1,8% per quelli dei servizi

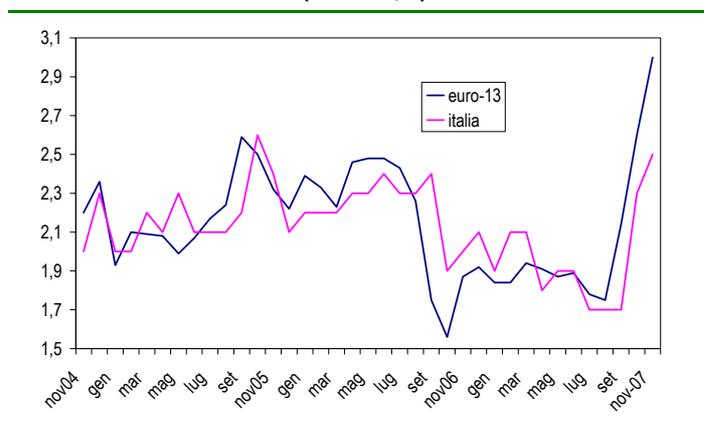
### A novembre, inflazione al 3% in euro-13 e al 2,5% in Italia

In Italia, la stima provvisoria dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo di novembre ha segnato una variazione positiva dello 0,3% rispetto al mese precedente e un aumento del 2,5% su base annua. Nell'area dell'euro, la stima *flash* dell'inflazione si è attestata al 3%, un livello quasi raddoppiato rispetto a quello di un anno fa e che non veniva toccato da oltre sei anni. L'accelerazione dell'inflazione degli ultimi due mesi è spiegata in gran parte dalle elevate quotazioni del petrolio, che vanno a incidere sui capitoli dei carburanti e dei trasporti, ma anche dai forti incrementi dei generi alimentari.

#### Dinamica dei prezzi al consumo in Italia e in

#### Euro-13

(var. % a/a)



Fonte: Istat

A tenere alto l'indice armonizzato dell'area dell'euro è stato soprattutto il dato dell'inflazione tedesca, che nel paniere europeo pesa per circa il 30% e che a novembre ha evidenziato un incremento del 3,3%.

Nella media dei primi undici mesi del 2007, l'inflazione al consumo si è discostata di poco dal target del 2% sia in Italia che nel complesso dei paesi dell'euro. Il trascinarsi dell'inflazione del 2007 sul 2008 sarà, sia per l'Europa che per l'Italia, di circa un punto percentuale e mezzo. Nella media del 2008, quindi, assai difficilmente il livello dei prezzi al consumo potrà essere contenuto entro la soglia-target del 2%, mentre dovremmo abituarci a prevedere oscillazioni del livello dei prezzi al consumo, nell'arco del prossimo anno, intorno al 2,5%.

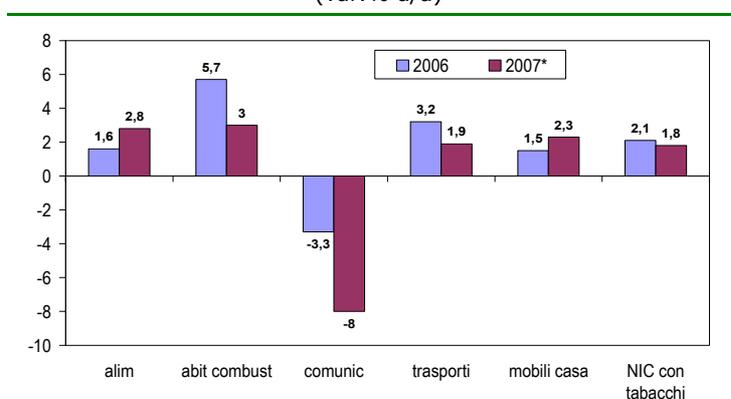
L'inflazione europea, dopo il picco del 3% raggiunto nella parte finale del 2007, è vista ripiegare di qualche decimo di punto nei primi mesi del 2008, dovendo anche scontare l'effetto saldi di gennaio. Se le quotazioni del petrolio tendessero a mantenersi stabilmente al di sotto della soglia psicologica dei cento dollari al barile per tutto il primo trimestre del 2008, difficilmente potrebbero manifestarsi marcate ricadute di secondo effetto sui prezzi al consumo almeno nei settori esposti a concorrenza. Uno scenario del tutto diverso si aprirebbe qualora tale soglia dovesse essere superata già nel mese di gennaio. In questo caso, i prezzi all'origine potrebbero subire repentine spinte al rialzo, con conseguenti ripercussioni sull'inflazione. In Italia, tuttavia, la minore tonicità della domanda interna dovrebbe attenuare le eventuali spinte di secondo effetto. Questo è già possibile vederlo nell'andamento dei prezzi dell'ultimo anno: il gap del livello dell'inflazione – tra novembre 2006 e lo stesso mese del 2007 – è stato di oltre un punto percentuale in Europa e di mezzo punto in Italia.

### In Italia balzano i prezzi di carburanti e alimentari

In Italia, la stima preliminare dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (NIC) ha fatto registrare a novembre una variazione positiva dello 0,4%, che ha portato il tasso tendenziale al 2,4% (contro il 2,1% di ottobre), il valore più elevato da giugno 2004. Sulla base dei dati stimati dall'Istat, gli aumenti congiunturali più elevati dell'indice NIC si sono verificati nel capitolo dei trasporti (+0,8%) e dell'abitazione (+0,6%). In tensione anche gli alimentari e i mobili (+0,5%). In controtendenza i pubblici esercizi (-0,6%). Gli incrementi tendenziali più forti si sono avuti sempre nel capitolo trasporti (+3,8%). Seguono a ruota gli alimentari (+3,7%), con punte per il pane (+12,4%), la pasta (+7,7%), il pollame (+7,3%) e il latte (+6,4%). Ancora in flessione il capitolo delle comunicazioni (-8%). Al netto dei rincari dei carburanti, l'inflazione si sarebbe fermata al 2,2%. Il prezzo della benzina alla pompa ha evidenziato un aumento su base annua di poco inferiore al 10%, il gasolio dell'11%, i combustibili da riscaldamento del 12%.

#### Italia: l'inflazione per capitoli di spesa

(var.% a/a)



\*gen-nov

Fonte: Istat

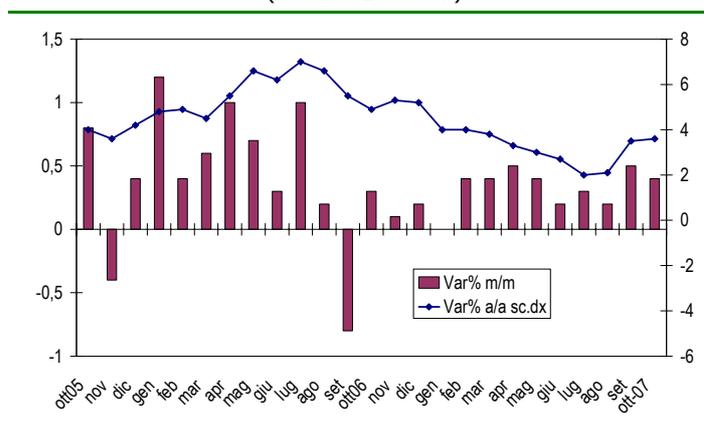
Se si osserva il grafico precedente, si può notare come nella media del 2007 (gennaio-novembre) l'inflazione in Italia sia nel complesso diminuita rispetto all'anno precedente. Il capitolo di spesa che nel 2007 ha fatto riscontrare aumenti tendenziali maggiori nei confronti del 2006 è stato quello degli alimentari e bevande analcoliche, che ha peraltro un peso consistente nel paniere (oltre il 16%). L'incremento su base annua dei prezzi di tali beni è risultato, nel 2007 (gennaio-novembre), quasi doppio rispetto a quello dell'anno prima (+2,9% a fronte di un +1,6%). Anche il livello dei prezzi degli articoli per la casa, compresi i mobili (un capitolo che pesa circa il 9%), è aumentato del 50%, passando dall'1,5% del 2006 al 2,3% di quest'anno. E' interessante vedere come il capitolo di spesa che comprende i combustibili (oltre che le spese per l'abitazione, con un peso di circa il 10%) abbia invece subito una contrazione prossima al 50% (dal 5,7% del 2006 al 2,9% di quest'anno). Lo stesso vale per il capitolo dei trasporti (peso 15%), che è passato dal 3,2% all'1,9%. Le comunicazioni, con un peso piuttosto modesto (inferiore al 3%), hanno segnato una diminuzione molto più marcata quest'anno rispetto al 2006. Per gli altri capitoli non si segnalano variazioni di rilievo.<sup>1</sup> Da questi dati, è possibile osservare come responsabili delle recenti spinte inflazionistiche in Italia (e in parte anche in Europa) siano state, insieme ai forti rincari dei corsi del petrolio, le elevate quotazioni delle commodity agricole sui mercati internazionali.

### A ottobre, accelerano ancora i prezzi industriali

E' proseguita a ottobre l'accelerazione, iniziata tre mesi fa, dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. I prezzi all'origine hanno registrato una variazione dello 0,4% sul mese precedente e un aumento del 3,6% rispetto allo stesso mese di un anno prima, a fronte del 3,5% evidenziato a settembre. L'indice dei prezzi alla produzione, calcolato al netto dell'energia, ha segnato una variazione congiunturale dello 0,2%, che ha portato quella tendenziale al 3,1%. La variazione della media dell'indice generale nei primi dieci mesi del 2007 rispetto a quella del periodo gennaio-ottobre 2006 è risultata pari al 3,2%.

#### Italia: dinamica dei prezzi alla produzione

(ottobre 2005-07)



Fonte: Istat

Tra i principali raggruppamenti di industrie, spicca a ottobre l'incremento dei prezzi dell'energia (+5,7% a/a); seguono i prodotti intermedi (+3,7%); quindi, i beni di consumo

<sup>1</sup> Per memoria, si riportano i pesi dei capitoli di spesa relativi all'indice NIC con tabacchi: prodotti alimentari e bevande analcoliche (16,4); bevande alcoliche e tabacchi (3,0); abbigliamento e calzature (8,6); abitazione acqua elettricità e combustibili (9,8); mobili, articoli e servizi per la casa (8,7); servizi sanitari e spese per la salute (8); trasporti (15,2); comunicazioni (2,8); ricreazione spettacoli e cultura (7,8); Istruzione (0,9); servizi ricettivi e di ristorazione (10,8); altri beni e servizi (8).

(3,2%) e di investimento (1,7%). Nella media dei primi dieci mesi dell'anno, figurano in testa i prezzi dei prodotti intermedi (+5,6%), quindi quelli dell'energia (2,9%), dei beni di consumo (2,2%) e di investimento (2,1%).

Passando a un'analisi per settore, gli incrementi tendenziali più consistenti si sono riscontrati a ottobre nel comparto dei prodotti petroliferi raffinati (+17%), in quello dei prodotti alimentari, bevande e tabacco (+7,4%) e dei metalli e prodotti in metallo (+4,2%). E' proprio quest'ultimo settore che figura in testa agli incrementi tendenziali nella media dei primi dieci mesi del 2007, con un +8%. I prodotti petroliferi segnano, invece, nella media del periodo, una variazione nulla.

### Occupazione: si apre la forbice tra industria e servizi

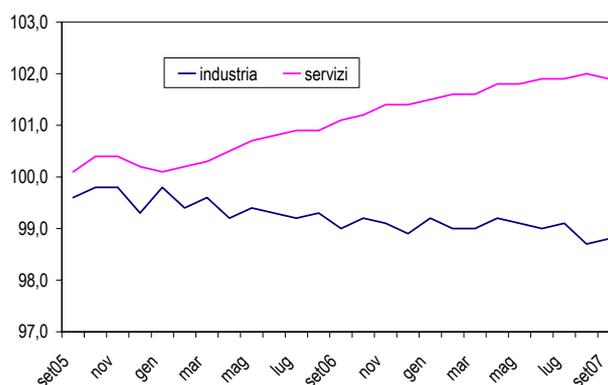
A settembre, l'indice generale dell'occupazione alle dipendenze nelle grandi imprese, depurato dagli effetti di stagionalità, ha fatto registrare una variazione congiunturale nulla sia al lordo che al netto dei dipendenti in cassa integrazione guadagni (CIG). Rispetto a settembre 2006, l'occupazione è invece aumentata dello 0,3% al lordo della CIG e dello 0,4% al netto della stessa. Complessivamente, nei primi nove mesi del 2007 la variazione media dell'occupazione, rispetto allo stesso periodo del 2006, è stata positiva per uno 0,6% sia al lordo che al netto della CIG.

Il risultato si presenta tuttavia disomogeneo a seconda che si osservino gli occupati della grande industria ovvero dei servizi. Nei primi tre trimestri del 2007, la variazione media rispetto allo stesso periodo del 2006 è risultata negativa dello 0,4% (al lordo) e dello 0,3% (al netto CIG) per l'industria. Per i servizi, invece, la variazione tendenziale media è risultata pari a +1,1% (al lordo) e a +1,2% (al netto CIG). Negli ultimi due anni, l'occupazione alle dipendenze delle grandi imprese industriali è diminuita dello 0,8%, mentre per i servizi si è registrato un incremento dell'1,8% (i dati sono al netto della CIG).

### Italia: dinamica dell'occupazione alle dipendenze nelle grandi imprese

(settembre 05 -07)

Indici al netto della CIG base 2005=100



Fonte: Istat

## **Accelera M3 in Europa, rallentano i depositi in Italia**

**S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com**

Alla riunione di ieri il Consiglio direttivo della Bce ha deciso di mantenere inalterato il tasso di riferimento al 4%. Nonostante il rallentamento della crescita, l'inflazione continua ad essere la principale fonte di preoccupazione per la Banca centrale europea. La stima preliminare dell'Eurostat relativa ai prezzi al consumo di novembre ha evidenziato un valore pari al 3,0% a/a, il più elevato da maggio del 2001. Nel contempo continua a rimanere su livelli elevati il vigore di fondo dell'espansione monetaria.

M3 negli ultimi mesi si espande in media su valori superiori all'11,0% più che doppi rispetto al valore di riferimento del 4,5% dichiarato dalla Bce. Il dato di ottobre mostra una crescita superiore al 12%. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è invece stato pari al 6,5% in settembre nell'area euro e al 4,0% in Italia.

Una recente analisi della Banca d'Italia suggerisce che il forte accumulo di liquidità nell'area dell'euro negli ultimi anni riflette in buona parte modifiche strutturali nel sistema finanziario, piuttosto che motivi transattivi con potenziali implicazioni inflazionistiche. Le famiglie, che attualmente detengono circa la metà dello stock complessivo della moneta M3, hanno contribuito all'accumulo di liquidità in eccesso soltanto per un settimo. Della stessa entità è stato il contributo derivante dalla domanda di strumenti monetari da parte delle imprese non finanziarie. Se si escludono gli strumenti detenuti dagli intermediari finanziari non bancari e le attività connesse più direttamente a scelte di portafoglio, l'accumulo della liquidità in eccesso negli ultimi cinque anni si riduce notevolmente, scendendo a circa il 60% del suo valore complessivo.

### **Riprende il Pil dell'area euro nel terzo trimestre, in aumento i prezzi**

Il dato definitivo relativo al Pil dell'eurozona ha confermato nel terzo trimestre una crescita dello 0,7% t/t (pari al 2,7% a/a), più vivace rispetto al valore contenuto del secondo trimestre (0,3% t/t). Tra le componenti il principale sostegno alla crescita è derivato dalla domanda interna. I consumi privati sono aumentati dello 0,5% t/t grazie soprattutto a una buona dinamica delle vendite al dettaglio che costituiscono il 40% dei consumi privati. Gli investimenti dopo una crescita nulla nel secondo trimestre hanno evidenziato un notevole segnale di ripresa (0,9% t/t) alimentati soprattutto da una favorevole evoluzione dei profitti delle imprese.

L'export netto ha invece fornito un contributo negativo (-0,1 p.p. di Pil). L'export è cresciuto del 2,5% t/t supportato dalla domanda proveniente dai paesi emergenti e da quelli dell'Est Europa che ha compensato il calo della domanda statunitense. L'import grazie anche al contributo legato all'apprezzamento dell'euro è aumentato del 2,7%.

Alla riunione di ieri il Consiglio direttivo della Bce ha deciso di mantenere inalterato il tasso di riferimento al 4%. Nonostante la debolezza della crescita, l'inflazione continua ad essere la principale fonte di preoccupazione per la Banca centrale europea che ha più volte ribadito di essere pronta a contrastare eventuali rischi per la stabilità dei prezzi. A tal proposito la stima preliminare dell'Eurostat relativa ai prezzi al consumo di novembre ha evidenziato un valore pari al 3,0% a/a, il più elevato da maggio del 2001. Sul dato definitivo (che verrà diffuso il 14 dicembre) peserà una dinamica sfavorevole dei prezzi energetici sia per gli aumenti nelle quotazioni del petrolio, sia per un effetto base sfavorevole (i prezzi dell'energia nel novembre 2006 sono diminuiti dello 0,6%).

Nel contempo continua a rimanere su livelli elevati il vigore di fondo dell'espansione monetaria. La Bce evidenzia una crescita dell'aggregato M3 in ottobre superiore al 12% sui dodici mesi che fa seguito all'11,3% di settembre. M3 continua a crescere a un ritmo molto superiore rispetto al valore di riferimento del 4,5% dichiarato dalla Bce.

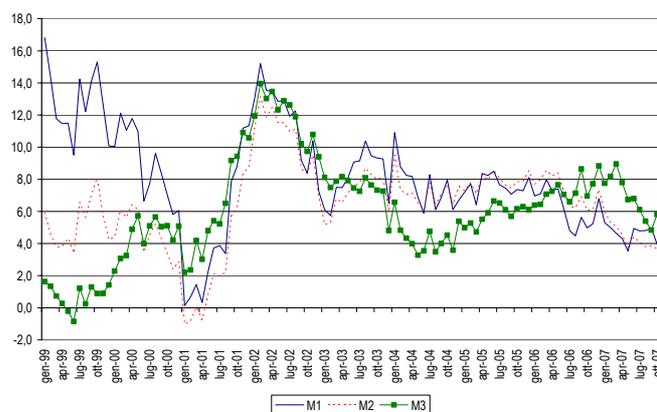
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è stato pari al 6,5% in ottobre. Nonostante la lieve ripresa rispetto al 6,1% di settembre la media degli ultimi mesi riflette una moderazione del tasso di incremento di entrambe le componenti, i depositi overnight e il circolante. Sul tasso

di espansione di M1 agiscono attualmente due forze opposte: da un lato, un effetto frenante generato dall'aumento del costo opportunità di detenere M1 e, dall'altro, un effetto di stimolo proveniente da una più vigorosa domanda di M1 per scopi transattivi, dato il protratto vigore dell'attività economica fino a metà 2007.

In Italia l'evoluzione degli aggregati monetari, al netto del circolante, evidenzia un ritmo di crescita più contenuto. Il dato relativo al contributo dell'Italia a M3 mostra un aumento in media pari al 6,8% nei primi 10 mesi dell'anno con una dinamica che presenta segni di rallentamento negli ultimi quattro mesi. M1 si mantiene su valori contenuti, a ottobre scende al 4,0% dal 5,0% di settembre.

### Italia: crescita degli aggregati monetari

(al netto del circolante; var % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

### Quale legame tra la crescita M3 e la dinamica dei prezzi?

L'obiettivo primario della Bce è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nella letteratura economica sia teorica che empirica è ampiamente riconosciuto che la quantità di moneta e il livello dei prezzi sono strettamente connessi nel lungo termine<sup>1</sup>. Il riconoscimento del fatto che l'inflazione, nel medio-lungo periodo, possa essere un fenomeno monetario ha fatto sì che la Bce abbia assegnato un ruolo di primaria importanza alla moneta nella sua strategia di politica monetaria, annunciando per la crescita monetaria, in particolare quella di M3 un valore di riferimento quantitativo, pari a una variazione nei dodici mesi del 4,5%.

Negli ultimi anni l'andamento degli aggregati monetari ha dato origine a molte discussioni circa la validità dell'analisi monetaria per la condotta della politica monetaria nell'area dell'euro. Dopo i primi quattro anni di attività, la Bce nel 2003 ha confermato la scelta iniziale di adottare un approccio a due pilastri per operare le scelte di politica monetaria<sup>2</sup>, continuando ad assegnare un ruolo molto importante alla moneta. Il Consiglio direttivo ha precisato che l'analisi monetaria è utilizzata, in una prospettiva di medio e lungo termine, per una verifica incrociata della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a breve-medio termine ottenuta dall'analisi economica (che si focalizza sugli andamenti dei costi e sugli squilibri tra domanda e offerta nel più breve periodo).

A partire dal 1999, dopo un primo biennio di crescita di M3 mediamente vicina al valore di riferimento, il periodo tra il 2001 e il 2003 è stato caratterizzato da tassi di crescita di M3 particolarmente elevati mediamente compresi tra il 7 e l'8%. Nonostante la brusca accelerazione dell'aggregato monetario la Bce ha considerato che il trend una volta corretto

<sup>1</sup> Per una rassegna, cfr. G. T. Mc Candless, W. E. Weber (1995), "Some monetary facts", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review* n. 19 e M. A. King (2002), "No money, no inflation - the role of money in the economy", *Bank of England, Quarterly Bulletin*, 2002.

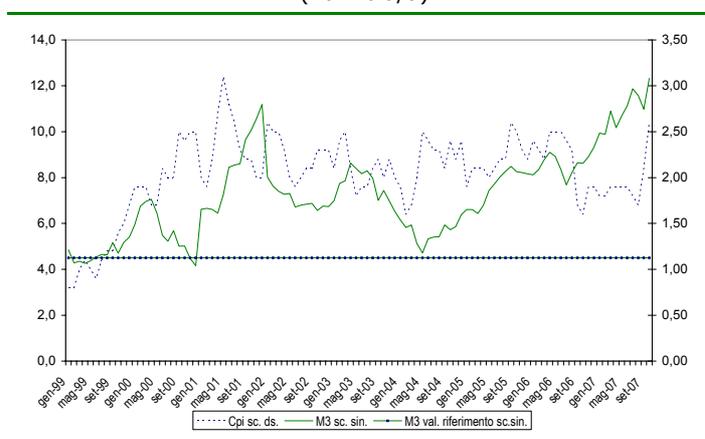
<sup>2</sup> Cfr. Bce (2004) *Bollettino economico*, ottobre.

per una serie di variabili (tra cui gli aggiustamenti di portafoglio degli intermediari finanziari) non indicava la presenza di pressioni inflazionistiche a medio e lungo termine. Nel biennio 2005-06 M3 ha ripreso a crescere a un ritmo elevato compreso tra il 7 e il 9%. In questo caso, contrariamente al periodo precedente il Consiglio direttivo della Bce ha riscontrato la presenza di notevoli spinte inflazionistiche legate anche al fatto che l'espansione monetaria si stava accompagnando a un elevato tasso di crescita dei prestiti e a una solida espansione dell'attività economica. A fronte di un andamento analogo nella crescita di M3 le scelte di politica monetaria della Bce sono state differenti nei due periodi considerati.

Tale diversità di atteggiamento deriva dal fatto che negli ultimi anni l'estrazione dagli andamenti monetari di segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo si è rivelata un compito difficoltoso. Diversi shock hanno influenzato sia gli andamenti monetari che quelli dei prezzi nel breve-medio periodo, offuscando di conseguenza la relazione sottostante tra crescita monetaria e inflazione nel più lungo periodo.

### Area euro: prezzi al consumo e M3

(Var % a/a)



Fonte: Bce, Datastream.

All'inizio del 1999 la Bce nell'illustrare la propria strategia di politica monetaria<sup>3</sup> ha evidenziato come in circostanze normali, deviazioni sostanziali e prolungate della crescita monetaria dal valore di riferimento potrebbero segnalare la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'analisi monetaria deve pertanto essere in grado di avere una visione che va oltre le fonti di disturbo presenti nei dati monetari e di individuare le tendenze sottostanti rilevanti per le decisioni di politica monetaria.

A questo punto, grazie anche ai contributi offerti dall'analisi empirica, è possibile offrire delle spiegazioni ad alcuni interrogativi più volte sollevati nel corso degli ultimi anni.

- 1) Come va letto il legame tra l'andamento degli aggregati monetari e il tasso di inflazione?
- 2) Perché la crescita sostenuta di M3 non si è riflessa in un aumento del tasso di inflazione?
- 3) Quali saranno gli effetti indotti dalla crescita della moneta sulle scelte di politica monetaria della Bce?

In merito al primo punto, l'importanza dell'analisi degli aggregati monetari per la previsione dell'inflazione è stata oggetto di numerose indagini. Uno studio effettuato dalla Bce<sup>4</sup> fornisce una valutazione delle proprietà della crescita monetaria quale indicatore anticipatore dell'inflazione nell'area dell'euro. Esso conferma che l'inclusione di indicatori monetari migliora i risultati di previsione rispetto a un semplice modello autoregressivo<sup>5</sup> degli

<sup>3</sup> Banca centrale europea (1999) "La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità", *Bollettino economico*, gennaio.

<sup>4</sup> Cfr. S. Nicoletti-Altissimi (2001), "Does money lead inflation in the euro area?", *Bce Working Paper*, n. 63.

<sup>5</sup> Ossia un modello in cui l'inflazione è prevista utilizzando solo valori ritardati di se stessa.

andamenti dei prezzi. Inoltre, lo studio evidenzia come la capacità previsiva degli indicatori basati sulla moneta rispetto ad altri indicatori economici migliori all'allungarsi dell'orizzonte di previsione. Questo risultato è stato confermato anche da altre analisi empiriche<sup>6</sup>. In particolare è stato riscontrato che a partire dal 2003, in assenza di correzioni, le indicazioni provenienti dall'analisi monetaria per la previsione dell'inflazione sono risultate meno efficaci rispetto a quelle ottenibili mediante l'utilizzo di modelli autoregressivi semplici. Rimane tuttavia molto accurata la significatività delle previsioni se la serie storica di M3 viene modificata introducendo un fattore di correzione che tiene conto degli aggiustamenti di portafoglio.

Al secondo interrogativo è possibile rispondere almeno in parte attraverso i modelli che analizzano l'eccesso di liquidità. A partire dal 2001 il rapporto tra M3 e il Pil nominale è aumentato notevolmente, collocandosi alla fine del 2006 intorno al 93 per cento, circa 10 punti percentuali al di sopra dalla sua tendenza di lungo periodo. Tale scostamento può essere considerato una misura di eccesso di liquidità nell'area dell'euro. Un recente studio<sup>7</sup> della Banca d'Italia ha evidenziato come le conseguenze per la stabilità dei prezzi derivanti da un forte accumulo di liquidità dipendano in maniera cruciale dalla distribuzione delle attività monetarie tra i principali settori istituzionali. Un incremento della moneta concentrato presso le famiglie e motivato da fattori transattivi potrebbe determinare un aumento della domanda aggregata generando, conseguentemente, pressioni inflazionistiche. I rischi per la stabilità dei prezzi sono invece minori qualora l'accumulo di liquidità rifletta una modifica strutturale nel comportamento e nelle scelte di portafoglio degli operatori (ad esempio, in connessione con il ruolo crescente di nuovi strumenti e operatori finanziari).

L'analisi suggerisce che il forte accumulo di liquidità nell'area dell'euro negli ultimi anni riflette in buona parte modifiche strutturali nel sistema finanziario, piuttosto che motivi transattivi con potenziali implicazioni inflazionistiche. In particolare, sono cresciuti in misura rilevante i depositi detenuti dagli intermediari finanziari non bancari, che agli inizi degli anni novanta rappresentavano una quota trascurabile dello stock di moneta. Questo settore ha contribuito all'accumulo della liquidità in eccesso negli ultimi cinque anni per circa un quarto.

Le famiglie, che attualmente detengono circa la metà dello stock complessivo della moneta M3, hanno contribuito all'accumulo di liquidità in eccesso soltanto per un settimo. Della stessa entità è stato il contributo derivante dalla domanda di strumenti monetari da parte delle imprese non finanziarie. Se si escludono gli strumenti detenuti dagli intermediari finanziari non bancari e gli strumenti negoziabili, ovvero le attività connesse più direttamente a scelte di portafoglio, l'accumulo della liquidità in eccesso negli ultimi cinque anni si riduce notevolmente, scendendo a circa il 60% del suo valore complessivo. La finalità non transattiva di una buona parte della liquidità in eccesso contribuisce a chiarire l'impatto limitato sui prezzi al consumo e il conseguente atteggiamento delle autorità monetarie.

In merito all'influenza sulle scelte future della Bce, occorre specificare che nel fissare un valore di riferimento per la crescita di M3 non è implicito un impegno da parte dell'Eurosistema a correggere, nel breve periodo, deviazioni della crescita monetaria da quel valore<sup>8</sup>. Non è previsto quindi che i tassi di interesse vengano cambiati in modo "meccanico" in risposta a tali deviazioni, nel tentativo di riportare la crescita monetaria in linea con il valore di riferimento. Questa costituisce una delle principali differenze fra stabilire un valore di riferimento e annunciare quale obiettivo intermedio il tasso di crescita di un aggregato monetario. Su questo rilievo si fonda l'atteggiamento della Bce che, pur riconoscendo l'importanza della moneta, è decisa a non contrastare attraverso interventi sui tassi l'allontanamento di M3 dal valore di riferimento in assenza di rischi evidenti per la stabilità dei prezzi.

---

<sup>6</sup> Cfr. B. Hofmann (2006) "Do monetary indicators (still) predict euro area inflation?", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Economic Studies*, n.18. Cfr. G. Hall, G. Hondroyannis, V.B. Swamy, G. Tavlás (2007) "A portfolio balance approach to euro area money demand in a time varying environment", *Bank of Greece Working paper* n. 61, October.

<sup>7</sup> G. Ferrero, A. Nobili, P. Passiglia (2007), "The sectoral distribution of money supply in the euro area", Banca d'Italia, *Temi di discussione* n. 627.

<sup>8</sup> Cfr. B. Fischer, M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin (2007) *Money and monetary policy: the Ecb experience 1996-2006*, mimeo.

## Le previsioni sui prezzi

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
<b>2007</b>	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,6	104,2	104,3	104,8	105,3	105,7	105,9	104,4
<b>2008</b>	105,3	105,5	106,1	106,9	107,2	107,3	107,0	107,1	107,3	107,7	107,9	108,2	107,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
<b>2007</b>	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2
<b>2008</b>	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
<b>2007</b>	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,0	2,8	2,1
<b>2008</b>	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1	2,5
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
<b>2007</b>	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,7	104,1	103,9	104,7	105,5	105,8	105,9	104,3
<b>2008</b>	104,8	104,9	106,1	106,8	107,1	107,3	107,0	106,6	107,4	107,6	107,7	107,8	106,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
<b>2007</b>	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,3	0,1	0,2
<b>2008</b>	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	2,2	2,2	2,2	2,3	1,9	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
<b>2007</b>	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,5	2,5	2,0
<b>2008</b>	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,7	2,6	2,5	2,0	1,8	1,8	2,4
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
<b>2007</b>	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,3	132,6	132,6	133,0	133,5	133,6	132,1
<b>2008</b>	133,8	134,2	134,5	134,7	135,1	135,4	135,7	135,9	135,9	136,1	136,2	136,3	135,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
<b>2007</b>	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,1	0,2
<b>2008</b>	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2006</b>	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
<b>2007</b>	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,4	1,8
<b>2008</b>	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	2,0	2,0	2,4

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.