CAPITOLO 4
L'INFLAZIONE E LE POLITICHE MONETARIE

4.1 IL TASSO DI INFLAZIONE

Per prima cosa occorre definire cos'è l'inflazione: semplicemente è il fenomeno dell'aumento dei prezzi.
Se da una parte nella nostra vita quotidiana siamo oramai abituati all'aumento dei prezzi e il fatto che cambi il prezzo di uno stesso prodotto viene considerato dai consumatori come normale, dall'altra, l'analisi teorica mette in evidenza che si tratta di un fenomeno estremamente particolare.
Si potrebbe definire come una sorta di malattia del sistema economico e fare un paragone con una persona che avesse una temperatura corporea più alta del normale; come la febbre, l'inflazione è qualcosa di patologico, va curata con degli interventi appositi e, in particolare, quando si presenta in misura elevata.
Quindi il fenomeno è da tenere sotto controllo e, continuando con il paragone, qualche grado di febbre non preoccupa nessuno, ma il rischio è quello che diventi una febbre troppo elevata; allo stesso modo, l'inflazione "a doppia cifra", come si dice quando arriva a valori sopra il 10%, diventa un fenomeno molto preoccupante per l'intero sistema economico.
Negli anni '70 in Italia abbiamo avuto un'inflazione a doppia cifra, ma questi picchi di inflazione sono ancora molto bassi rispetto ai livelli molto più elevati che si sono registrati storicamente in altri casi: per esempio in Europa, l'esperienza tedesca della repubblica di Weimar nel periodo che ha preceduto la seconda guerra mondiale; più recentemente in alcuni paesi del Sud America, come in Venezuela, in cui si sono avuti episodi di iperinflazione. Nelle situazioni di inflazione così elevata devono essere aggiornati spessissimo i prezzi ed occorre stampare in continuazione moneta per sostenere i consumi.
L'inflazione, cioè l'aumento dei prezzi, viene misurata attraverso il tasso di inflazione. Il tasso di inflazione misura la percentuale relativa all'aumento dei prezzi che si è verificato in un determinato periodo di tempo e fornisce, pertanto, una indicazione della variazione del potere d'acquisto della moneta.
Normalmente si parla di tasso di inflazione annuale, ma sempre più spesso la misurazione di variabili macroeconomiche avviene per periodi di tempo più ristretti (mensile, trimestrale, semestrale) in quanto i governi vogliono tenere continuamente sotto controllo questa variabile.
Dunque, per misurare l'inflazione a livello nazionale viene utilizzato l'indice dei prezzi al consumo (CPI) che riporta la variazione nel tempo per quanto riguarda il livello dei prezzi dei beni e servizi acquistati dai consumatori.
È l'indicatore che permette di seguire l'andamento del livello medio dei prezzi. La base dell'indice dei prezzi al consumo è costituita dal costo di un paniere di beni e servizi rappresentativo di un'economia nazionale. In molti casi il CPI viene usato per stabilire in quale misura si debbano adeguare salari e pensioni.
Per determinare il tasso d'inflazione si fa riferimento ad un paniere di beni di diverso tipo, considerati beni significativi, nel senso che si tratta di beni il cui consumo è diffuso all'interno del sistema economico. Si va a vedere la variazione del livello dei prezzi dei

consumi per così dire rilevanti, tralasciando invece beni secondari rispetto alla vita quotidiana.

Grafico – inflazione storica CPI Italia (base annua) – intero periodo

La determinazione e la revisione del paniere è affidata all'Istat ed ha registrato un'evoluzione nel corso degli anni.
Il primo paniere proposto dall'Istituto di Statistica nazionale nel 1928 prevedeva circa 60 prodotti: oltre ai generi alimentari di largo consumo, come carne, uova, riso, pasta, che continuano ad essere presenti nel corso degli anni, comparivano prodotti ormai dimenticati, come l'olio di ricino, la carta protocollo in riga tre, legna secca per riscaldamento, polacchine nere per uomo, scarpette nere per donna, inchiostro nero. Nel paniere in uso dal 1954 al 1966 i prodotti sono arrivati a 279, tra questi: strutto, popelin, brillantina, soda, olio di fegato, servizio di stenodattilografia, calze di nylon per donna, pulitura scarpe, campeggi. Nella prima metà degli anni Ottanta il paniere, composto ormai da 601 voci, riflette la crescente complessità degli stili di vita degli italiani, includendo, ad esempio, hamburger e cotoletta surgelati, collant, zoccoli, frigo freezer, schedina totocalcio, tv portatile. Più di recente, nel paniere spiccano beni tecnologici e servizi mirati ai bisogni emergenti: forno a microonde, compact disc, giochi elettronici, abbonamento a internet, attrezzo per bodybuilding, telefono cellulare, pacchetti vacanza tutto compreso. Negli anni 2000 compaiono, fra gli alimentari, prodotti che riflettono la nuova esigenza di mangiar sano, ed è il caso dei cereali biologici, o quella di preparare un pasto rapido, ad esempio con l'insalata in confezione. I prodotti non alimentari sono sempre più sofisticati nella tecnologia, come la macchina fotografica digitale, la chiave USB, il navigatore satellitare, l'abbonamento pay-tv.
L'Istat produce tre diversi indici dei prezzi al consumo: per l'intera collettività nazionale (NIC), per le famiglie di operai e impiegati (FOI) e l'indice armonizzato europeo (IPCA).
I tre indici dei prezzi al consumo hanno finalità differenti:
- il NIC misura l'inflazione a livello dell'intero sistema economico; in altre parole considera l'Italia come se fosse un'unica grande famiglia di consumatori, all'interno della quale le abitudini di spesa sono ovviamente molto differenziate. Per gli organi di governo il NIC rappresenta il parametro di riferimento per la realizzazione delle politiche economiche;
- il FOI si riferisce ai consumi dell'insieme delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente. E' l'indice usato per adeguare periodicamente i valori monetari, ad esempio gli affitti o gli assegni dovuti al coniuge separato;
- l'IPCA è stato sviluppato per assicurare una misura dell'inflazione comparabile a livello europeo. Infatti è stato assunto come indicatore per verificare la convergenza delle

economie dei paesi membri dell'Unione Europea, ai fini dell'accesso e della permanenza nell'Unione monetaria.

A livello macroeconomico, l'inflazione fa sì che ci sia una discrasia tra valori reali e valori nominali delle variabili economiche.
Per fare un esempio, può succedere che ci siano dei titoli che presentino un rendimento reale nullo o addirittura negativo: dal punto di vista del rendimento nominale, i titoli danno un tasso di interesse, che però praticamente viene azzerato dal livello di inflazione, cioè il rendimento reale dei titoli viene praticamente tutto eroso dall'inflazione. Quindi, il tasso di interesse nominale è quello dichiarato al momento dell'acquisto del titolo, ma ciò può significare in termini reali zero o un rendimento negativo perchè nello stesso periodo di tempo c'è un aumento dei prezzi di misura uguale o addirittura superiore a tale tasso.
L'effetto dell'inflazione si ha, oltre che sul tasso di interesse, sui salari, sugli stipendi ed in generale sulle remunerazioni dei fattori produttivi che subiscono anch'esse una variazione dovuta all'inflazione.
Nel caso del prezzo dei beni, questo cambia attraverso l'adeguamento dei listini; ma per quanto riguarda i salari, devono essere applicati degli indici per adeguarli al tasso di inflazione. Nel caso del salario, il discorso è molto delicato, perché in caso di mancato adeguamento dei salari al tasso di inflazione, a parità di salario nominale, il salario reale può ridursi insieme alla capacità di spesa.
Nella recente storia italiana abbiamo avuto il meccanismo della scala mobile utilizzato per evitare l'erosione del salario reale. La scala mobile è stata introdotta negli anni '70, perché sono stati anni, come si è visto, caratterizzati da un alto livello di inflazione. Allora per cercare di dare lo stesso salario reale è stato previsto questo meccanismo, che consisteva in un adeguamento automatico all'inflazione prevista.
Alla fine però questo strumento è stato eliminato perché l'adattamento del valore nominale faceva sì che la scala mobile diventasse essa stessa causa dell'inflazione: l'aumento che veniva inserito nei contratti di lavoro costituiva una sorta di soglia di inflazione, che alla fine alimentava l'inflazione stessa che si aggiungeva a quella soglia.
Infine, si fornirà la definizione di deflazione che è il fenomeno opposto dell'inflazione e corrisponde alla riduzione dei prezzi.
Dal punto di vista dei consumatori, la deflazione potrebbe sembrare un fenomeno positivo, perchè diminuiscono i prezzi. Ma se c'è un tasso di inflazione negativo, o meglio un tasso di deflazione, cioè si riducono i prezzi, si ha un problema molto grave che va a discapito dell'attività produttiva.
La deflazione crea infatti delle aspettative tanto quanto l'inflazione; se i consumatori si aspettano che i prezzi diminuiscano tendono a posticipare i consumi, soprattutto dei beni non di uso quotidiano. Quindi si crea una tensione verso l'attesa di prezzi più bassi e la somma di questi comportamenti crea una grave stagnazione per la produzione e per di più, per riuscire a vendere, si continuano a diminuire i prezzi. Si hanno merci invendute, si continuano ad abbassare i prezzi e si crea così una pericolosissima spirale verso una stagnazione dell'attività produttiva.
Quindi l'obiettivo delle politiche economiche anti-inflazionistiche non è quello di arrivare alla diminuzione dei prezzi, ma l'obiettivo è quello di stabilizzarli. Il fatto è che quanto più ci si avvicina ad inflazione zero, tanto più c'è il rischio di avere una situazione di deflazione.

lavoce.info

Ma il ritorno dell'inflazione rischia di essere effimero

24.03.17

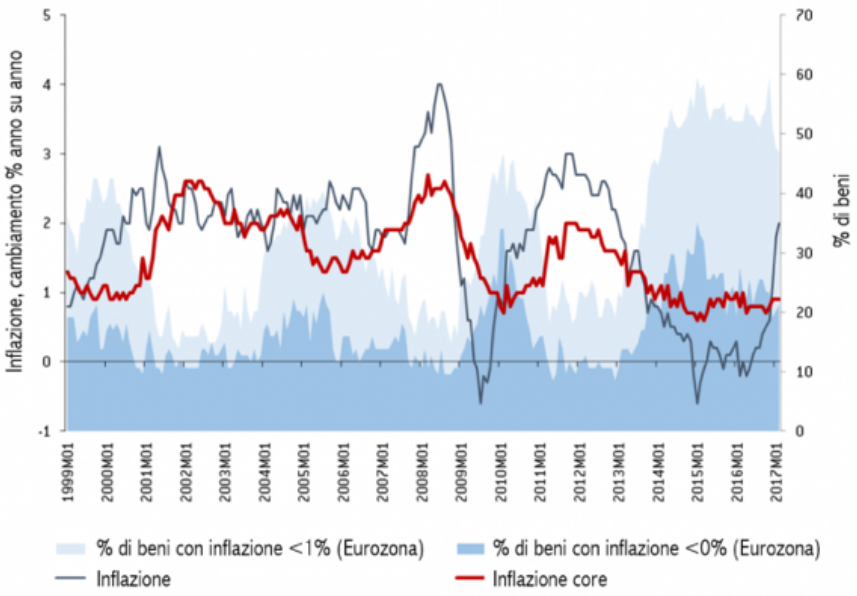
Silvia Merler

L'inflazione nell'Eurozona ha finalmente raggiunto il 2 per cento. Ma Mario Draghi ha ragione quando dice che non si configura ancora un trend stabile. Per numerosi beni del paniere la crescita dei prezzi è debole, altri sono perfino in deflazione.

Inflazione totale e beni del paniere

Nella sua ultima riunione, la Banca centrale europea ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse e di non modificare il programma di Quantitative easing. La decisione è giunta dopo che, a febbraio, l'inflazione nell'area euro ha raggiunto il 2 per cento per la prima volta dal 2013, con quella tedesca leggermente sopra la soglia.
Il presidente della Bce, Mario Draghi, ha sottolineato che non ci sono ancora i segnali di un convincente trend positivo nell'inflazione cosiddetta "core" – che esclude i carburanti e i prodotti alimentari non lavorati. Questo aspetto emerge chiaramente se esaminiamo più nel dettaglio la composizione del paniere dei beni. La figura 1 mostra i tassi dell'inflazione "totale" e di quella core nell'Eurozona, insieme alla percentuale di beni del paniere che hanno avuto tassi di inflazione minori dell'1 per cento o negativi.

Figura 1



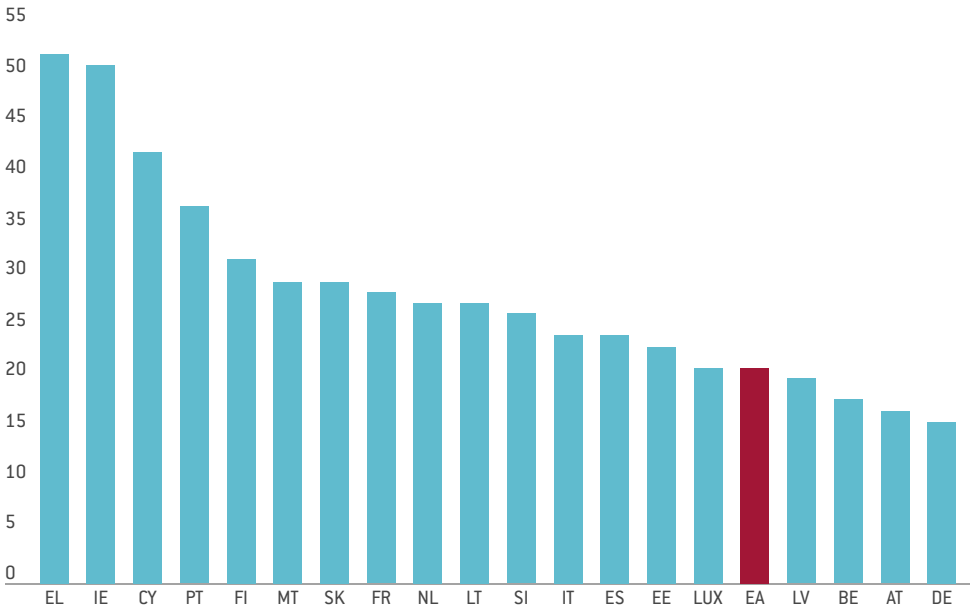
Fonte: Bruegel su dati Eurostat

Mentre il tasso di inflazione totale nell'Eurozona è aumentato dallo 0,6 per cento di novembre 2016 all'1,8 per cento di gennaio e al 2 per cento di febbraio 2017, la percentuale di beni del paniere in deflazione è rimasta piuttosto alta.

Nel febbraio 2017, il 21,3 per cento dei beni era in deflazione (rispetto al valore inferiore di gennaio di 20,2 per cento) e il 47 per cento era caratterizzato da una crescita dei prezzi inferiore all'1 per cento.
Come sempre, la situazione cambia notevolmente a livello dei singoli paesi. Tre stati – Grecia, Irlanda e Cipro – hanno più del 40 per cento di beni del paniere in deflazione, mentre altri otto stati hanno avuto un calo dei prezzi su più del 25 per cento dei beni del paniere. Germania, Belgio e Austria sono gli unici paesi dove meno del 20 per cento dei beni è in deflazione (figura 2, vedi anche la tabella 1 in fondo all'articolo).

a

Figure 2 - % of basket in deflation (February 2017)



Source: Bruegel based on Eurostat

Share

bruegel

Rialzi dovuti a energia e verdure

L'aumento dell'inflazione totale sembra essere causato soprattutto dalla crescita dei prezzi dell'energia e delle verdure. A livello di Eurozona, il tasso di inflazione dei carburanti liquidi è passato da un –5,4 per cento in novembre a un +30 per cento in gennaio, cioè un incremento di 35,6 punti percentuali. Dal momento che le aspettative sull'inflazione basate sui dati di mercato tendono a reagire fortemente a variazioni del prezzo del petrolio, la stima in questo momento dovrebbe essere prudente.
Inoltre, nello stesso periodo l'inflazione delle verdure è passata da –0,7 per cento a +16,2 per cento. In Germania, tra novembre e febbraio, i prezzi dei carburanti liquidi sono cresciuti del 32,2 per cento e i prezzi delle verdure del 23 per cento. Quest'ultimo fenomeno sembra essere collegato a una scarsità dell'offerta dovuta alle cattive condizioni climatiche in Spagna e Italia.
A causa dei due fenomeni, l'inflazione totale ha raggiunto i suoi massimi negli ultimi tre mesi, mentre l'inflazione core è rimasta piatta intorno all'1 per cento.
È importante sottolineare che la quota di beni del paniere in deflazione non cala nella stessa misura nei diversi paesi. La tabella 1 mostra che in alcuni – come la Spagna, la Slovenia e in parte la Germania – la quota dei beni in deflazione è crollata verticalmente dall'inizio del Quantitative easing nel 2015. In altri paesi, invece, il miglioramento è stato lento. In Francia, in febbraio ha registrato un calo dei prezzi il 29 per cento dei beni del paniere, rispetto al 33 per cento di gennaio. A Malta, i beni in deflazione sono addirittura aumentati.
In generale, gli indicatori suggeriscono che potrebbe essere effettivamente troppo presto per parlare di un "deciso trend positivo" per l'inflazione dell'area euro.

Tabella 1

	Inflazione		Feb 2017, % di beni con		Cambiamento da gen 2015	
PAESE	2017/01	2016/11	Infl. <1%	Infl. <0%	Infl. <1%	Infl. <0%
Belgio	3.3	1.7	34.0	18.1	-12.8	-9.6
Lituania	3.2	1.1	37.2	27.7	-16.0	-9.6
Lettonia	3.2	1.2	28.7	20.2	-11.7	-5.3
Spagna	3	0.5	60.6	24.5	-8.5	-21.3
Lussemburgo	2.7	0.6	41.5	21.3	-11.7	-10.6
Slovenia	2.5	0.7	53.2	26.6	-8.5	-19.1
Austria	2.4	1.5	38.3	17.0	1.1	-5.3
Germania	2.2	0.7	38.3	16.0	-9.6	-13.8
Eurozona	2	0.6	46.8	21.3	-12.8	-13.8
Olanda	1.7	0.4	42.6	27.7	-11.7	-14.9
Italia	1.6	0.1	62.8	24.5	-8.5	-6.4
Portogallo	1.6	0.5	58.5	37.2	-9.6	-5.3
Francia	1.4	0.7	56.4	28.7	0.0	-4.3
Finlandia	1.4	0.6	52.1	31.9	-1.1	-7.4
Grecia	1.4	-0.2	75.5	52.1	-8.5	-11.7
Cypro	1.4	-0.8	69.1	42.6	4.3	-7.4
Malta	1.2	0.8	50.0	29.8	10.6	9.6
Irlanda	0.3	-0.2	62.8	51.1	-4.3	-4.3
Estonia	0	1.4	33.0	23.4	-7.4	-5.3
Slovacchia	0	-0.2	45.7	29.8	-14.9	-5.3

Fonte: Bruegel su dati Eurostat

Questo articolo è stato tradotto dalla versione originale in inglese pubblicato su Bruegel.

In questo articolo si parla di: Banca centrale europea, inflazione, Mario Draghi

BIO DELL'AUTORE

SILVIA MERLER

È studente PhD presso Johns Hopkins School of Advanced International Studies (Washington DC) e Affiliate Fellow presso Bruegel (Bruxelles). Laureata specialistica in Economia e Scienze Sociali presso l'università Bocconi di Milano, ha anche lavorato come Economic Analyst presso la DG for Economic and Financial Affairs della Commissione Europea. I suoi interessi di ricerca principali sono macroeconomia internazionale, finanza, politica economica e governance Europea. Twitter: @Smerler

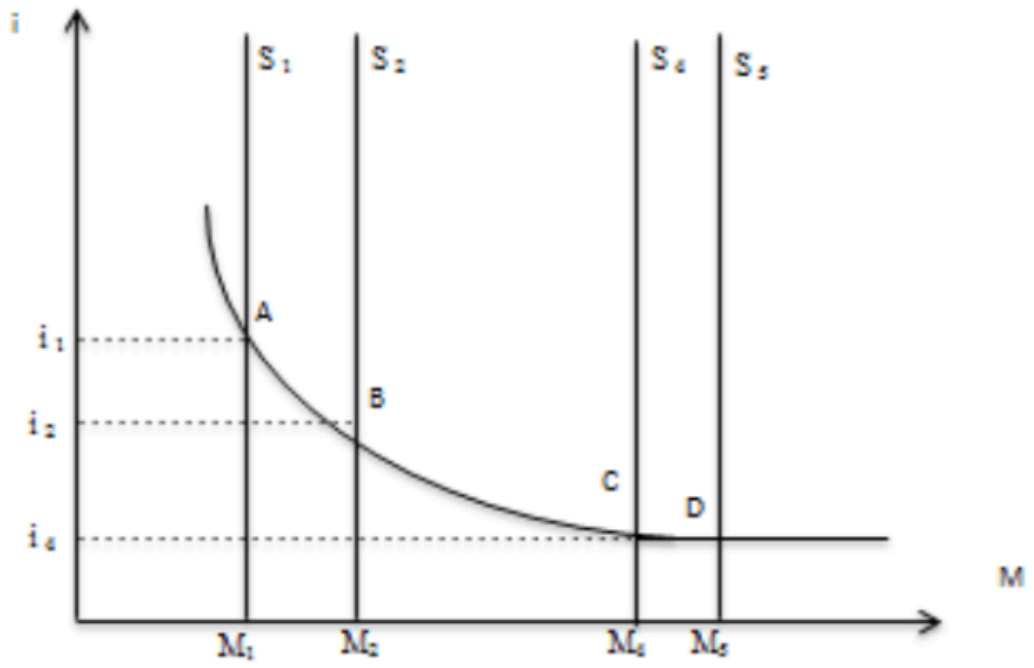
Altri articoli di Silvia Merler

4.2 CAUSE E RIMEDI DELL'INFLAZIONE

L'inflazione ha diverse cause e tutte possono convivere, rendendo difficile capire a cosa sia dovuto l'aumento dei prezzi. Se l'aumento dei prezzi è dovuto a diverse concause ciò comporta l'applicazione di differenti politiche economiche.
Una prima causa d'inflazione viene espressa dalle teorie cosiddette costiste che legano l'inflazione al fenomeno dell'aumento dei costi di produzione.
Il punto di partenza è l'osservazione dell'andamento delle variabili macroeconomiche negli anni '70, quando si è avuto in Italia un tasso di inflazione a doppia cifra insieme ad aumenti dei costi di produzione.
Una prima tipologia di costi sono quelli legati al fattore produttivo lavoro che in quegli anni sono stati caratterizzati da aumenti dovuti alle rivendicazioni sindacali; una seconda tipologia di costi sono quelli legati alle materie prime, ed in particolare ai prodotti petroliferi caratterizzati da aumenti dovuti alle tensioni nel mercato del greggio.
Secondo questa teoria, l'imprenditore reagisce ad aumenti del costo del lavoro e del costo delle materie prime con un trasferimento di tali aumenti sui prezzi dei prodotti finali.
Nel caso di aumento dei costi di produzione, l'imprenditore mantiene sempre il suo profitto e, in pratica, effettua un trasferimento diretto dell'aumento dei costi sui prezzi. Per esempio, se aumentasse il costo del petrolio, non ci sarebbe nessuna capacità o volontà dell'imprenditore di rinunciare a parte del suo profitto o di cambiare metodi produttivi, ma si metterebbe in atto una traslazione sui prezzi; addirittura solamente l'annuncio di un aumento del prezzo del petrolio potrebbe portare l'imprenditore a modificare i prezzi, prima ancora che abbia esaurito le scorte di materie prime che aveva pagato meno, con un adeguamento del prezzo anticipato rispetto all'aumento dei costi.
Anche nel caso dell'aumento del costo del lavoro, gli imprenditori possono aumentare direttamente i prezzi. Infatti, una delle cause dell'alta inflazione in Italia negli anni '70 è stato l'aumento dei prezzi in conseguenza del fatto che i contratti di lavoro hanno previsto livelli salariali più alti, contemporaneamente all'effetto delle crisi petrolifere sul costo delle materie prime, come è stato dimostrato anche dal punto di vista empirico.
Se l'inflazione è dovuta a fenomeni costisti, per combattere l'inflazione occorrono delle politiche economiche che intervengano sui mercati delle materie prime e del lavoro. Per quanto riguarda le materie prime derivanti dal petrolio, le politiche devono essere volte al controllo della stabilità dei mercati, cercando di fare accordi con i paesi di approvvigionamento; per quanto riguarda il costo del lavoro, occorre agire sulla contrattazione salariale.
Si passerà ora ad analizzare un'altra causa, quella classica che consiste nell'eccesso di domanda.
L'inflazione da domanda può essere rappresentata dallo schema classico che caratterizza i mercati, ossia dallo schema di incontro tra domanda e offerta. Secondo i classici, dunque, nel lungo periodo l'inflazione non esiste mai, perché in tutti i mercati si ha la possibilità di trovare l'equilibrio attraverso il prezzo. Nel breve periodo però il livello dei prezzi può essere più basso o più alto. Secondo i classici l'inflazione è un fenomeno di breve periodo che viene risolto attraverso il funzionamento dei mercati che nel lungo periodo trovano automaticamente il punto di equilibrio.
Se si ha un eccesso di domanda, questo problema si presenta solo nel breve periodo perché nel lungo periodo si avrà necessariamente un adeguamento dell'offerta. Ma, secondo i neoclassici, tale adeguamento potrebbe non esserci a causa del malfunzionamento dei mercati e le politiche economiche dovrebbero intervenire

Quindi per la teoria classica, se la quantità di moneta in circolazione non è sufficiente per le transazioni, si ha tensione monetaria sui prezzi.
Dal punto di vista delle politiche monetarie, il rischio è quello che venga immessa troppa moneta per cercare di stimolare il sistema economico: se in un periodo di crisi si attuano politiche monetarie espansive per cercare di incentivare le transazioni del sistema economico, bisogna stare attenti perchè ciò potrebbe portare ad un aumento dell'inflazione.
Se l'inflazione è determinata dall'eccesso di moneta occorre un'attenta politica monetaria da parte della Banca Centrale.
Anche nella teoria keynesiana l'eccesso di domanda porta all'inflazione.
Secondo Keynes, in un'ipotesi di carenza della domanda occorre un intervento dello stato, ad esempio un aumento della spesa pubblica, che dia una spinta all'economia; se però si è in una situazione opposta, la teoria keynesiana resta valida ma viene ribaltata, cioè in una situazione di eccesso di domanda l'intervento dello stato dovrebbe, in un certo senso, disincentivare la domanda. Quindi possiamo avere l'applicazione del moltiplicatore keynesiano in una situazione esattamente opposta a quella prospettata da Keynes.
L'eccesso di domanda è una causa di inflazione individuata sia dai keynesiani, sia dai classici, che richiede interventi di politica economica di tipo diverso. Secondo i classici la soluzione sarebbe quella di adattare l'offerta, secondo i keynesiani sarebbe quella di cercare di non stimolare la domanda e i consumi.
Per entrambi l'eccesso di moneta in circolazione provoca un eccesso di domanda per un problema di liquidità all'interno dei sistemi economici. Su questa causa si stanno incentrando anche le politiche comunitarie, infatti la Banca Centrale Europea è proprio orientata a combattere l'inflazione attraverso il controllo degli aggregati monetari, il controllo della quantità di moneta in circolazione.
Occorre calibrare le operazioni dirette ad aumentare la liquidità con le effettive necessità che hanno gli agenti per effettuare le transazioni e tale equilibrio non è sempre semplice da raggiungere. E' da evitare uno squilibrio all'interno dei mercati monetari e di conseguenza un eccesso di moneta negli altri mercati. Questa teoria era stata già ipotizzata dai monetaristi, in particolare da Milton Friedman, che vedevano nella moneta la causa dell'inflazione, e quindi ritenevano importante il controllo degli aggregati monetari.
L'eccesso di domanda dovuto all'eccesso di moneta richiede dunque interventi di politica economica riguardanti i mercati monetari. Sono le autorità monetarie, nel nostro caso la Banca Centrale Europea, che devono occuparsi dell'inflazione, utilizzando strumenti, anche indiretti, per poter influire sulla liquidità.

La teoria che si basa sull'eccesso di moneta può essere esemplificata attraverso una rappresentazione del mercato della moneta in senso classico come l'incontro tra la domanda e l'offerta di moneta.
La rappresentazione grafica avviene ponendo sull'asse delle ordinate il prezzo della moneta, ovvero il tasso d'interesse "i", e sull'asse delle ascisse la quantità di moneta "M". La domanda di moneta è decrescente, asintotica, mentre l'offerta è rigida.



Con un aumento dell'offerta di moneta realizzato da parte dell'autorità monetaria (da S1 a S2) si assiste ad una corrispondente riduzione del tasso d'interesse (da i1 a i2), e questo fa sì che ci sia un equilibrio all'interno dei mercati monetari. Quindi se aumenta la quantità di moneta, diminuisce il tasso di interesse e tale diminuzione è importante per trovare un nuovo punto di equilibrio.
Le autorità monetarie devono prestare attenzione a quella parte della domanda che diventa asintotica rispetto all'asse delle ascisse, e che corrisponde a livelli bassi di tasso d'interesse. Questo è un tratto in cui, se si aumenta l'offerta di moneta (da S4 a S5), non si hanno variazioni sostanziali nel tasso d'interesse (i4), a significare che il tasso d'interesse è così basso da non remunerare la rinuncia alla liquidità e quindi non vi è l'adeguamento del tasso d'interesse alla nuova offerta di moneta. Questo tratto della curva di domanda è detto "trappola della liquidità".
Le autorità monetarie devono vigilare sui livelli di tassi d'interesse e calibrare le manovre di aumento dell'offerta di moneta sulla base del livello di tasso d'interesse presente nel sistema economico; se l'autorità monetaria non si accorge di essere nella trappola della liquidità, ulteriori aumenti dell'offerta di moneta creerebbero inflazione.
In questo caso la variabile chiave diventa la moneta e, quindi, di fronte al fenomeno dell'inflazione e alla causa dell'eccesso di domanda, occorre intervenire sui mercati monetari con politiche economiche che spettano alle autorità monetarie.
Le politiche monetarie influenzano il tasso d'interesse, tanto più il tasso di interesse è basso tanto più gli individui tendono a detenere moneta liquida. Il tasso d'interesse è, infatti, la remunerazione del capitale investito, la cosiddetta moneta per scopi speculativi: se si decide di non tenere moneta liquida ma di investirla è proprio perchè si ha un certo rendimento; quindi, più il tasso di interesse è alto meno moneta verrà trattenuta per transazioni e viceversa.
Si prendano due punti su questa curva per capire meglio: con un alto tasso d'interesse (i1) nel punto (A) nel sistema economico viene richiesta poca moneta per transazioni

(M1). Nel punto D si ha, invece, un basso tasso di interesse (i4) quindi si trattiene più moneta liquida (M5) perchè rendono poco gli investimenti.
A fronte della domanda keynesiana di moneta per transazioni, la politica monetaria decide circa l'offerta di moneta che deve supportare queste transazioni.
L'offerta di moneta è nel grafico una funzione verticale e vengono considerati diversi livelli di offerta di moneta (S1, S2, S4, S5). Se la quantità di moneta offerta è pari a M1, significa che la Banca Centrale sta facendo una politica restrittiva, sta distribuendo poca moneta. Se si è in un periodo di crisi economica, l'autorità monetaria può decidere di immettere più moneta, di passare a M2. A questo punto se c'è più moneta in circolazione, si abbassa il tasso di interesse. Se si abbassa il tasso di interesse si avranno più investimenti, più possibilità per il sistema economico.
Se però si continua con politiche monetarie espansive si rischia di arrivare nel tratto della curva che è orizzontale. Quando ci si trova in questo tratto, scatta la trappola della liquidità. Il tasso di interesse è così basso che viene trattenuta moneta liquida perchè non c'è più interesse ad investire a causa del basso rendimento degli investimenti.
Tutte e due le teorie, sia quella classica che quella keynesiana, affermano che la moneta crea inflazione. Però secondo i classici se c'è troppa moneta, si creano tensioni sui mercati, poichè non si possono adattare le transazioni. Se il sistema produttivo ha un eccesso di moneta, a parità di offerta, salgono i prezzi.
Secondo Keynes, invece, c'è un passaggio in più: se aumenta la quantità di moneta, allora si possono avere due casi: nel primo una maggiore quantità di moneta determina una riduzione del tasso di interesse, maggiori investimenti ed un aumento del PIL; nel secondo caso una maggiore quantità di moneta determina la caduta nella trappola della liquidità, si ha un tasso di interesse stabile, non si ha effetto sugli investimenti, ma solo l'aumento dei prezzi.
Quando si dice che la Banca Centrale Europea ha come obiettivo quello di controllare l'inflazione, significa che si occupa di far sì che la moneta sia quella di equilibrio, in quantità tale da non creare tensioni inflazionistiche, ma da costituire risorsa per le transazioni.

4.3 LE POLITICHE MONETARIE

Già nel paragrafo precedente si è parlato dell'importanza di controllare l'offerta di moneta per evitare tensioni inflazionistiche. Il controllo dell'offerta di moneta è considerato l'obiettivo principale all'interno degli obiettivi dell'attività della Banca Centrale.
Controllare l'offerta di moneta significa controllare tutto ciò che viene utilizzato come mezzo di scambio. Dalla definizione di moneta come mezzo di scambio, deriva il fatto che la moneta, in verità, non è un concetto unitario poichè per lo scambio vengono utilizzati diversi strumenti, che devono essere oggetto di controllo nelle politiche monetarie.
Quando si parla di controllo dell'offerta di moneta il modo più semplice ipotizzare che la Banca Centrale controlli l'emissione delle banconote e delle monete metalliche, il cash. Questa prima attività viene definita "signoraggio" e consiste nel potere che hanno le banche centrali di emettere moneta.
In questo senso il controllo dell'offerta di moneta consiste nel controllo del contante in circolazione, basandosi sull'assunto secondo il quale le transazioni sarebbero effettuate usando il cash. In verità si assiste al fenomeno per cui sempre meno transazioni vengono

effettuate in contanti: l'Italia è ancora un paese che utilizza molto il contante, ma in paesi come l'Inghilterra e gli Stati Uniti il contante si usa ormai pochissimo.
Attualmente per le transazioni si usa prevalentemente quella che viene denominata moneta bancaria, vale a dire che, a fronte dei depositi in banca, i correntisti utilizzano strumenti di pagamento forniti dalla banca, come bancomat e carte di credito, cioè la cosiddetta moneta di plastica (plastic money).
Se la banca centrale controllasse solo il contante starebbe esercitando un potere estremamente limitato, e non riuscirebbe a calibrare la moneta con le transazioni, perchè il controllo della moneta è un controllo che deve avvenire sul contante ma anche e soprattutto sulla moneta bancaria, sull'attività delle banche.
Il controllo della moneta bancaria e del sistema bancario è necessariamente un controllo indiretto, poichè la banca centrale può porre in essere delle politiche nei confronti delle banche che a loro volta attuano una certa attività di diffusione della moneta bancaria.
Per capire le caratteristiche di questo tipo di politica monetaria occorre pensare al procedimento di creazione della moneta bancaria, cioè a come funziona l'attività delle banche, più precisamente al ruolo che svolgono le banche nel fornire strumenti di pagamento ai consumatori.
Le banche svolgono tanti tipi di attività, l'attività che interessa è quella cosiddetta di "retail". Il banking retail è l'attività al dettaglio che svolgono le banche nei confronti dei correntisti, è l'attività di sportello (anche se ormai molte attività vengono svolte online) che riguarda la raccolta di denaro, la costituzione di depositi e conti correnti bancari e l'emissione di strumenti di pagamento.
La banca è dunque un'istituzione che crea moneta, poichè tramite il meccanismo della concessione dei finanziamenti riesce a moltiplicare la moneta bancaria per cui, data una certa somma di contanti che entra nella banca, ne uscirà in termini di moneta bancaria una cifra moltiplicata.
Nell'attività di raccolta, la banca è obbligata a detenere una certa quota di depositi secondo una regola di politica economica adottata da tutti i paesi, che consiste nell'imposizione di una certa riserva obbligatoria.
Questa è una politica economica prudenziale ed è stata dettata dal fatto che ci sono stati nel passato casi di grave crisi del mercato bancario determinati dalle richieste dei depositanti di liquidare i propri conti, causando così il fallimento della banca e, per l'effetto "domino", il fallimento dell'intero sistema bancario. Quindi si ritiene che sia prudente obbligare la banca a detenere in contanti una certa quota dei depositi iniziali e che questa sia posta sotto controllo della banca centrale.
Vi sono delle banche, che nonostante la presenza della riserva obbligatoria, si potrebbero trovare in crisi perchè le richieste dei depositanti di liquidità superano le riserve: supponendo che la banca tenga un 10% di riserva, significa che il 90% dei depositi non risultano immediatamente disponibili. In questi e in altri casi, la Banca d'Italia una volta e ora la Banca Centrale Europea possono concedere dei prestiti dietro il pagamento di un tasso d'interesse da parte degli istituti di credito.
E' la banca centrale che decide quanto debba essere il tasso d'interesse di riferimento relativo al rifinanziamento delle banche, il cosiddetto tasso di sconto.
Le banche oltre a detenere contanti, hanno nelle loro casse degli impieghi finanziari (obbligazioni, azioni, altri prodotti finanziari), ai quali si aggiunge anche un certo quantitativo di valuta straniera; il tutto costituisce il portafoglio, cioè il patrimonio finanziario. Se le banche dovessero subire un momento di crisi e di richieste eccessive di liquidazione, potrebbero farvi fronte anche con il proprio patrimonio finanziario, tanto

che il patrimonio della banca è diventato un requisito essenziale e viene richiesto che le banche abbiano un patrimonio minimo.
Dunque, gli strumenti che può utilizzare una banca centrale per attuare delle politiche monetarie sono essenzialmente tre.
Il primo è il controllo della base monetaria, si tratta di quel controllo che può essere effettuato sugli aggregati monetari, che rappresentano l'insieme degli strumenti che servono per i pagamenti. Come si è visto la banca centrale esercita so- stanzialmente il potere di controllare l'emissione di contante. Attraverso il controllo del contante può avere anche il controllo su quella che è la moltiplicazione che poi ne fa la banca.
Come si è visto, le banche hanno un loro patrimonio che consiste in titoli e in valuta, anche la banca centrale lo detiene, ed è molto importante l'ammontare di questo patrimonio, che è nato dal conferimento delle banche centrali dei vari Paesi. La banca centrale può decidere di immettere sul mercato quantitativi di moneta operando sul proprio patrimonio finanziario attraverso uno strumento di politica economica detto attività di mercato aperto.
Dunque, se la banca centrale decide di acquistare titoli, di aumentare questa voce, oppure di acquistare valuta straniera, cederà euro, cioè immetterà nel mercato moneta, cambiando la proporzione del proprio patrimonio tra contanti e impieghi finanziari. Il caso opposto quando la banca centrale decide di fare una manovra restrittiva, vende i propri titoli e mette in cassa euro.
Un altro strumento di politica economica è quello del controllo del coefficiente di riserva obbligatoria.
Si è visto che la banca centrale obbliga le banche a tenere una certa riserva e questa deve essere tenuta in contanti; oltre a questa le banche possono anche avere una riserva volontaria. Attraverso la riserva obbligatoria si sottrae moneta al circuito economico poichè del contante non può essere utilizzato nelle transa- zioni. Se la banca centrale decide di attuare una politica monetaria espansiva, cioè decide che in un momento di crisi sia necessaria una maggiore quantità di contante in circolazione, può ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria cosicchè le banche immettano nei mercati una certa quantità di contante perchè non è più necessario che la detengano presso le proprie sedi centrali.
Questi sono strumenti indiretti perchè la banca centrale può decidere solo di imporre una certa regola alle banche e controllare che le banche si comportino in quel modo. Il terzo strumento della politica monetaria riguarda il tasso d'interesse, anche questo è uno strumento d'intervento di politica monetaria indiretto.
Anche se il tasso d'interesse viene indicato al singolare, in verità nei mercati finanziari esistono tanti diversi tipi di tassi d'interesse: il tasso d'interesse è essenzialmente la remunerazione dei finanziamenti, dei titoli, delle obbligazioni; è quindi un valore estremamente diversificato, che può essere applicato a differenti attività. Quando si parla di tasso d'interesse occorre specificare quale tasso d'interesse si intende; ad esempio, il tasso d'interesse a breve termine o lungo termine indica l'arco temporale sul quale viene pagata questa remunerazione, c'è poi un tasso d'interesse specifico per ciascun tipo di titoli, o di azioni, o obbligazioni o altre attività finanziarie.
La banca centrale utilizza il tasso d'interesse perché è una variabile che ha influenza diretta sulla moneta in quanto determina la scelta del consumatore tra detenere moneta liquida o investirla è proprio il tasso d'interesse.
Ma in generale si può dire che il tasso d'interesse rappresenta anche il costo del denaro, perchè è quanto viene imposto a chi richieda finanziamenti per svolgere attività

produttive. Se il tasso d'interesse è basso, gli imprenditori tendono dunque ad effettuare più investimenti.
Normalmente si ritiene che per ottenere un risultato espansivo, quindi una politica monetaria espansiva, la banca centrale debba cercare di tenere il tasso d'interesse basso, perchè più basso è il tasso d'interesse più ci sarà incentivo ad investire.
Quindi la scelta per una politica monetaria espansiva dipende anche dalle cause della crisi economica: se per superare la crisi economica si pensa sia necessario avere degli investimenti produttivi è auspicabile che il tasso d'interesse si abbassi, per cercare di agevolare gli investimenti, per far sì che costi meno ottenere finanziamenti per investirli nelle attività produttive.
Essendo una politica economica indiretta, la banca centrale non può intervenire direttamente nei confronti di un tasso d'interesse che viene determinato dai mercati finanziari. La banca centrale può influenzare i tassi attraverso il tasso d'interesse di riferimento relativo al rifinanziamento delle banche, il tasso di sconto, perchè esiste una relazione stretta tra il tasso d'interesse che la banca centrale richiede e il tasso che le banche chiedono quando concedono dei finanziamenti.
Per avere un effetto espansivo, la banca centrale abbassa i tassi d'interesse sui finanziamenti per le banche e ci si aspetta che le banche riducano di conseguenza i tassi d'interesse nel concedere finanziamenti alle imprese.
I tre strumenti, sia quello diretto sulla base monetaria, sia quello che riguarda il coefficiente di riserva obbligatoria, sia quest'ultimo che riguarda il tasso d'interesse, nella trattazione sono stati considerati in relazione ad una scelta di politica monetaria espansiva; all'opposto si possono utilizzare per una politica monetaria restrittiva.
Anche se viene naturale pensare che la banca centrale debba applicare politiche volte ad espandere l'economia, in verità il problema principale della banca centrale è quello di mettere in atto politiche restrittive per evitare l'inflazione. Poichè, come si è visto, la banca centrale ha come obiettivo quello di controllare l'inflazione, può applicare politiche espansive solo quando sia sicura che tali politiche non diano origine ad inflazione, perchè altrimenti andrebbe contro il suo principale obiettivo che è proprio quello di controllare la stabilità monetaria.
Si può dire che nell'area euro abbiamo registrato finora un livello d'inflazione controllato, abbiamo delle oscillazioni per cui esiste la possibilità di aumentare l'inflazione in certi periodi; quindi la Banca Centrale Europea sta operando in modo corretto da quel punto di vista, ma è oggetto di numerose critiche per quanto riguarda il fatto che attraverso politiche poco espansive o addirittura restrittive abbia contribuito alla attuale crisi economica.

lavoce.info

Buonsenso e dialogo: la ricetta di Draghi per l'Italia

26.10.18
Andrea Terzi

Mario Draghi ha ribadito che non è imminente un rialzo dei tassi e che il Qe continuerà. Ma il programma di acquisto dei titoli non è uno strumento per contenere gli spread. È perciò nell'interesse dell'Italia cercare un compromesso con la Commissione.

Il messaggio di politica monetaria

Capita, come è capitato il 25 ottobre, che le decisioni di politica monetaria non riservino sorprese. E che l'interesse per la relazione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea si concentri sulle domande della stampa internazionale e sulle risposte del suo presidente, Mario Draghi, soprattutto quando quattro quinti delle domande riguardano il nostro paese. Ma andiamo con ordine.

Il messaggio di politica monetaria per l'area euro si riassume in tre punti: a) la ripresa è meno robusta del previsto e deve fare i conti con l'elevata incertezza internazionale; b) la trasmissione della politica monetaria accomodante funziona ma a un ritmo non ancora soddisfacente; c) le tre condizioni per alzare i tassi (dichiarate 18 mesi fa) non sono ancora tutte soddisfatte.

La conclusione è che la politica accomodante deve continuare sui due binari indicati nel 2013-2014: la forward guidance e il Quantitative easing. Con la prima, Draghi ribadisce che di rialzo dei tassi non se ne parla almeno fino a tutta l'estate del 2019. Quanto al Qe, il programma continuerà, a partire da gennaio 2019, nella forma del riacquisto dei titoli privati e pubblici in scadenza, mantenendo quindi immutato l'eccesso di liquidità bancaria (dopo che sarà cresciuto di altri 15 miliardi al mese fino a dicembre di quest'anno).

Il Qe, è bene ricordarlo, è uno strumento di politica monetaria, non uno strumento per contenere gli spread. È fatto per assorbire titoli dal mercato allo scopo di ridurre i rendimenti delle attività finanziarie nei portafogli privati e ridurre il costo del credito sulle medie e lunghe scadenze. Operativamente, gli acquisti del Qe non possono opporre alcun argine ai differenziali dei titoli pubblici se i gestori riducono la posizione su uno specifico titolo ritenuto più rischioso. Per ridurre le scorte, i dealer tagliano i prezzi denaro-lettera (bid/ask) e la Bce, quando acquista i titoli, si rivolge all'operatore che offre il prezzo più basso.

Le fragilità dell'Europa

Sotto l'incalzare delle domande sull'Italia, Draghi ha anche ricordato che il mandato della Bce non consente salvataggi dei singoli paesi in difficoltà finanziaria. Per mettere un tetto allo spread c'è solo la soluzione di ultima istanza (Omt-*Outright Monetary Transactions*), condizionata a un programma di assistenza dell'Esm-*European Stability Mechanism*. Una via più efficace sarebbe quella di abbassare i toni - ha detto Draghi - e non mettere in dubbio la moneta unica.

Ciò non significa che la politica europea non porti responsabilità per quanto accade in Italia. Draghi lo ha ribadito per l'ennesima volta: l'unione monetaria rimane fragile a causa della sua incompletezza, e ciò non dipende né dalla Bce né dagli eurocrati di Bruxelles, ma dalla volontà dei governi europei.

Draghi ha poi sottolineato, oltre alla necessità di completare l'unione bancaria e del mercato dei capitali, anche la mancanza di capacità fiscale. Il presidente non lo ha detto, ma è possibile che avesse in mente due confronti: quello tra il rapporto disavanzo/Pil negli Stati Uniti, che è attorno al 5 per cento se si includono i bilanci degli stati e delle municipalità, e la posizione fiscale complessiva dell'area euro oggi all'1 per cento; e quello con il tasso di crescita americano, pressoché doppio rispetto all'Europa.

Va riconosciuto, d'altra parte, e forse Draghi stesso ne converrebbe, che l'esito del voto del 4 marzo in Italia è anche figlio di questa fragilità e degli effetti deflazionistici di un bilancio in avanzo primario che grava sulle fasce medio-basse della popolazione e una spesa in deficit (per interessi) che finisce ai percettori di redditi da capitale.

224 3 Commenti

Sulla manovra presentata dal governo italiano Mario Draghi non ha espresso giudizi: "si tratta di una discussione fiscale – ha detto – non monetaria" e "il guardiano delle regole fiscale è la Commissione, non la Bce". Ma si è detto fiducioso che il buon senso prevarrà e si troverà un compromesso nell'interesse del paese e del popolo italiano, riferendo che questa è anche la sensazione del vicepresidente della Commissione, Valdis Dombrovskis, presente ai lavori del Consiglio della Bce del 25 ottobre.

In questo articolo si parla di: andrea terzi, Bce, Italia, Mario Draghi, Omt, politica monetaria, spread

BIO DELL'AUTORE

ANDREA TERZI

Andrea Terzi si è laureato in economia politica presso l'Università Bocconi di Milano e ha conseguito il Ph.D in economics presso Rutgers University. È professore di economia nella Franklin University Switzerland, ricercatore associato del Levy Economics Institute del Bard College (NY), e insegna Economia Monetaria nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. È autore di La Moneta (Farsi un'idea, il Mulino, 2002) e Salviamo l'Europa dall'austerità (2014, Vita e Pensiero). È coautore e coeditore di Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag? (Palgrave Macmillan, 2007).
Altri articoli di Andrea Terzi