

## CAPITOLO 2

# LE POLITICHE MONETARIE E IL MERCATO FINANZIARIO

### 2.1 IL TASSO DI INFLAZIONE

Per prima cosa occorre definire cos'è l'inflazione: semplicemente è il fenomeno dell'aumento dei prezzi.

Il fatto che la Banca Centrale Europea (BCE) nasca come istituzione con l'obiettivo di controllare il livello dei prezzi, con un inflation target, indica quanto sia importante questa variabile.

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, 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 indica-

zione 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.

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.

La determinazione e la revisione di questo 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. Nel paniere del 2010 compaiono, fra gli alimentari, prodotti che riflettono la nuova esigenza di mangiare 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;

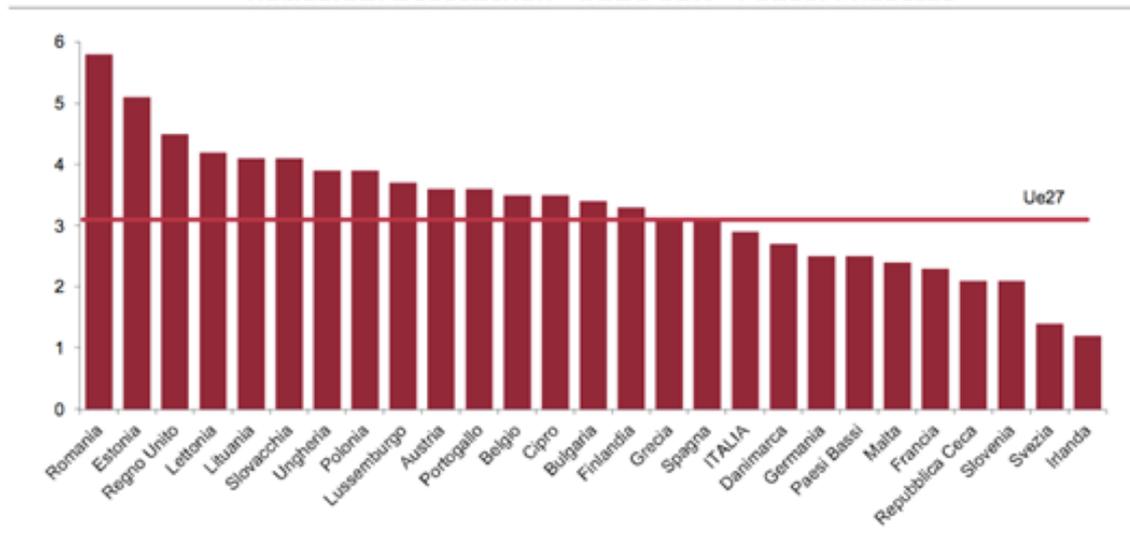
- il FOI si riferisce ai consumi dell'insieme delle famiglie che fanno capo a un lavoratore dipendente (extragricolo). E' l'indice usato per adeguare periodicamente i valori monetari, ad esempio gli affitti o gli assegni dovuti al coniuge separato;

- 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.

### INDICI ARMONIZZATI DEI PREZZI AL CONSUMO (IPCA) NEI PAESI UE

Variazioni percentuali - Anno 2011 - Fonte: Eurostat



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 perché 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, perché 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.

Una descrizione dell'attuale rischio di deflazione è presentata nel seguente articolo tratto dal sito de Lavoce.

**Da LaVoce del 03.12.2013**

## **I PERICOLI INEDITI DELLA DEFLAZIONE PROSSIMA VENTURA**

**di Francesco Daveri**

Il rischio deflazione incombe sul mondo, in particolare su Europa e Italia. Non è la grande depressione degli anni Trenta, anche per la presenza di valvole di sicurezza sociale. Ma il margine sostenibile di intervento dei governi è molto più risicato, per l'elevato peso della spesa pubblica.

### **LO SCENARIO DEFLAZIONISTICO**

Il taglio inatteso del tasso di riferimento per i mercati finanziari da parte della Bce all'inizio di novembre ha portato all'attenzione di tutti il problema che incombe sul mondo intero e su Europa e Italia in particolare. Al di là dei distinguo verbali del presidente della Bce Mario Draghi, il problema si chiama rischio di deflazione, cioè la riduzione continuata e persistente nel tempo del livello generale dei prezzi. Dopo il crollo di Wall Street nel 1929, negli Stati Uniti i prezzi scesero del 22 per cento nei quattro anni successivi. Anche il Pil in termini reali diminuì della stessa percentuale e così il crollo di borsa del 1929 divenne la Grande Depressione. Certo nessuno oggi

vuole ripetere l'esperienza degli anni Trenta. Nel secondo dopoguerra, solo l'economia giapponese ha vissuto un prolungato periodo di deflazione: tra il 1990 e il 2012 in Giappone i prezzi al consumo sono scesi del 12 per cento. Ma, nello stesso periodo di tempo, il Pil è salito complessivamente del 22 per cento. Malgrado l'enfasi ricevuta sui media, quella giapponese è stata una deflazione senza depressione, un grave problema, ma con conseguenze sociali molto inferiori di quelle della Grande Depressione americana.

In ogni caso, dal settembre 2008 lo scenario delle politiche mondiali prevalente in Europa e nel mondo è cambiato radicalmente. Fino a prima del fallimento di Lehman Brothers, le banche centrali si preoccupavano di mantenere bassa l'inflazione in un quadro di stabilità della crescita macroeconomica. La Scienza della politica monetaria (descritta in un famoso articolo di Richard Clarida, Jordi Gali e Mark Gertler) di questo si occupava. Ancora nell'estate 2008, con una decisione passata alla storia come un terribile errore, la Bce di Jean Claude Trichet aumentò i tassi di riferimento per fronteggiare l'inflazione al 4 per cento causata dalla temporanea salita del prezzo del petrolio a 147 dollari al barile.

Dopo il 15 settembre 2008, però, tutto è cambiato e un nuovo spettro ha cominciato ad aggirarsi per l'Europa e per il mondo: quello della deflazione. È per la paura della deflazione che alla fine del 2008 le banche centrali hanno azzerato i tassi sotto il loro controllo. È sempre per la paura della deflazione che, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, i governi dei paesi ricchi e il Fondo monetario internazionale hanno messo in soffitta il Washington Consensus, la dottrina che, nei decenni precedenti, aveva suggerito ai paesi in difficoltà di bilancia dei pagamenti un mix di rigore fiscale e aggiustamento strutturale dell'economia e che per il quarto di secolo successivo alle crisi del debito estero degli anni Ottanta era stata applicata con efficacia. Abbandonato il Washington Consensus, soprattutto nei paesi che spesso avevano espresso gli uomini a capo del Fondo monetario e della Banca Mondiale, si sono manifestati ampi disavanzi pubblici in tutto il mondo sia per l'effetto automatico della crisi (che peggiora sempre i conti pubblici) che per la risposta discrezionale e per i salvataggi dei governi. Ed è stato sempre per paura della deflazione che le banche centrali, dopo aver azzerato i tassi, hanno continuato a riempire di liquidità l'economia mondiale in forme non convenzionali, facendo ciò che non avevano mai fatto, cioè acquistando direttamente titoli pubblici e privati a più lunga scadenza, in modo da sostenere il corso dei mercati obbligazionari e così da offrire ossigeno al lato delle attività dei bilanci delle banche commerciali. Senza preoccuparsi troppo dell'effetto collaterale di queste politiche, cioè quello di alimentare sempre nuove bolle sui mercati finanziari.

#### LA DIFFERENZA CON GLI ANNI TRENTA

Eppure, nonostante tutte le armi messe in campo da governi e banche centrali, lo spettro della deflazione non è ancora stato battuto. I dati tendenziali di novembre 2013 (rispetto a novembre 2012) ci dicono che l'inflazione tendenziale è oggi in rapida discesa: all'1 per cento in America, allo 0,9 per cento nell'eurozona e all'1,1 per cento in Giappone. Nonostante i tre round di quantitative easing della Federal Reserve, nonostante le Ltro (Long-Term Refinancing Operations) e le strategie di

rassicurazione verbale della Bce e nonostante la Abenomics giapponese. Nei paesi indebitati dell'Eurozona l'inflazione è già negativa (-2 per cento, in Grecia) o vicina allo zero (Portogallo, Irlanda, Italia, Spagna). Nella maggior parte di questi paesi l'attività economica è in contrazione dal 2011, anche se va detto che, con l'eccezione della Grecia, la riduzione del Pil è stata molto più limitata di quella registrata nell'America degli anni Trenta.

Di fronte a questa situazione, tanti – prima di tutto Paul Krugman, ma anche molti cittadini comuni che vedono con preoccupazione la disoccupazione andare alle stelle – sostengono che i governi hanno fatto troppo poco e che quindi la tendenza alla deflazione è in definitiva colpa della scarsa determinazione della politica nel combatterla. È una tesi difficile da sostanziare empiricamente.

Il debito pubblico mondiale è ai suoi massimi di sempre in tempo di pace e, secondo i calcoli del Fondo monetario, è già salito di circa 30 punti percentuali negli ultimi anni. La difficoltà di combattere la deflazione nel ventunesimo secolo è ben descritta da due numeri (ricavati da un libro di qualche anno fa di Vito Tanzi e Ludger Schuknecht). Nel 1920 (cioè prima della Grande Depressione) la spesa pubblica in diciassette paesi Ocse era meno del 20 per cento del Pil. Invece, nel 2008, prima della crisi attuale, aveva già raggiunto il 45 per cento del Pil, soprattutto a seguito dell'affermarsi dei sistemi di welfare. Proprio la presenza del welfare, cioè di valvole di sicurezza sociale, ha stavolta evitato che le tendenze deflative del ventunesimo secolo dessero luogo a qualcosa di simile alla Grande Depressione degli anni Trenta. Ma l'elevato peso della spesa pubblica (e del debito pubblico) ha anche reso il margine sostenibile di intervento dei governi molto più risicato, a causa delle diverse condizioni di partenza di oggi rispetto ad allora.

Come discusso dall'*Economist*, anche John Maynard Keynes oggi sarebbe stato probabilmente molto meno keynesiano che negli anni Trenta. E così ci si è affidati – e ancora oggi ci si affida – esclusivamente alla politica delle banche centrali, la cui efficacia anti-deflazione, in assenza di un oggi impossibile o almeno poco desiderabile supporto fiscale, è tuttavia molto più limitata. Inutile negarlo: scampare la deflazione degli anni Dieci non sarà un'impresa facile.

## **2.2 TEORIE SULL'INFLAZIONE E RIMEDI DI POLITICA ECONOMICA**

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

Donatella Porrini

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.

In particolare, i prezzi sarebbero definiti nei mercati oligopolistici dalla regola del mark-up, per la quale il prezzo di un bene è determinato dal costo medio più una certa percentuale ( $\pi$ ) di profitto dell'imprenditore.

$$P = C_{Med} + \pi$$

Nel caso di aumento dei costi medi, 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.

~ Quindi per la teoria classica, se la quantità di moneta non soddisfa l'equazione di Fisher si ha tensione monetaria sui prezzi. Ne deriva che la politica monetaria deve essere sempre attenta a equilibrare la quantità di moneta con il reddito altrimenti si possono avere tensioni monetarie sui prezzi.

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 perché 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, come si è visto al paragrafo 1.4 del capitolo precedente, 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, come si vedrà nei prossimi paragrafi.

Occorre calibrare le operazioni dirette ad aumentare la liquidità con le effettive

*Donatella Porrini*

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<sup>31</sup>, 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.







## 2.3 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 poiché 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 è immaginare 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<sup>32</sup>.

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

---

32. Signoraggio è un termine che deriva dall'epoca delle signorie quando il "signore" era proprio quella persona che aveva il potere di battere moneta.

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, perché 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, poiché 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 perché 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 sostanzialmente 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 poiché del contante non può essere utilizzato nelle transazioni. 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 cosicché le banche immettano nei mercati una certa quantità di contante perché non è più necessario che la detengano presso le proprie sedi centrali.

Questi sono strumenti indiretti perché 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 essen-

zialmente 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, come si è visto parlando della teoria keynesiana sulla suddivisione tra moneta contante e moneta per scopi speculativi, ciò che 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, perché 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, perché 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.

Come si è già detto questa è una politica economica indiretta perché 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, perché 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. Poiché, come si è visto, la banca centrale ha come obiettivo quello di controllare l'inflazione, può

*Donatella Porrini*

applicare politiche espansive solo quando sia sicura che tali politiche non diano origine ad inflazione, perché 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.