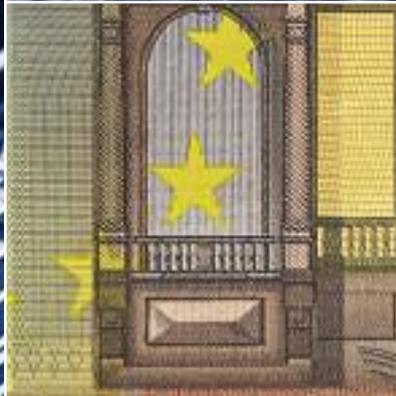




BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



**LA STABILITÀ DEI PREZZI:  
PERCHÉ È IMPORTANTE  
PER TE**



# INDICE

1

2

3

4

5

<b>Prefazione</b>	<b>5</b>
<b>La stabilità dei prezzi: perché è importante per te</b>	<b>6</b>
<b>Sintesi</b>	<b>6</b>

<b>1</b>	<b>Capitolo 1</b>	
	<b>Introduzione</b>	<b>11</b>



<b>2</b>	<b>Capitolo 2</b>	
	<b>Una breve storia della moneta</b>	<b>15</b>
	2.1 Le funzioni della moneta	16
	2.2 Le forme della moneta	18

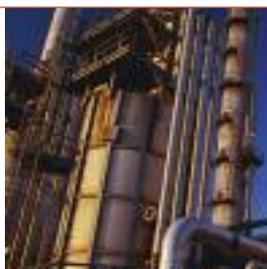


<b>3</b>	<b>Capitolo 3</b>	
	<b>L'importanza della stabilità dei prezzi</b>	<b>23</b>
	3.1 Che cos'è la stabilità dei prezzi	24
	3.2 Misurare l'inflazione	25
	3.3 I vantaggi della stabilità dei prezzi	29



## RIQUADRO

3.1 Misurare l'inflazione: un esempio semplice	26
3.2 La relazione esistente tra l'inflazione attesa e i tassi di interesse: l'"effetto Fisher"	28
3.3 L'iperinflazione	31
3.4 La domanda di contante	32



**4** **Capitolo 4**  
**I fattori che determinano l'evoluzione dei prezzi 35**

4.1 Le possibilità e i limiti della politica monetaria: uno sguardo d'insieme	36
4.2 La moneta e i tassi di interesse: come può la politica monetaria influenzare i tassi di interesse?	38
4.3 L'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sulle decisioni di spesa dei consumatori e delle imprese	38
4.4 I fattori alla base dell'evoluzione dei prezzi in un orizzonte di più breve periodo	44
4.5 I fattori alla base dell'evoluzione dei prezzi in un orizzonte di più lungo periodo	46

**RIQUADRO**

4.1 Perché le banche centrali sono in grado di influenzare i tassi di interesse reali ( <i>ex ante</i> ): la "vischiosità" dei prezzi	39
4.2 L'incidenza delle variazioni della domanda aggregata sull'attività economica e sull'evoluzione dei prezzi	40
4.3 La teoria quantitativa della moneta	47



**5** **Capitolo 5**  
**La politica monetaria della BCE 49**

5.1 Cenni storici	50
5.2 Il quadro istituzionale	53
5.3 La strategia di politica monetaria della BCE	57
5.4 L'assetto operativo dell'Eurosistema	71

**RIQUADRO**

5.1 Le tappe che hanno condotto all'introduzione dell'euro	51
5.2 I criteri di convergenza	54
5.3 La costruzione e le caratteristiche dello IAPC	60
5.4 Un margine di sicurezza contro la deflazione	61
5.5 L'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE	62
5.6 Gli indicatori finanziari e dell'economia reale	64
5.7 Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro	66
5.8 Gli aggregati monetari	67
5.9 Il valore di riferimento della BCE per la crescita della moneta	68

<b>Glossario</b>	<b>74</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>76</b>

# RINGRAZIAMENTI

Questa guida ha tratto notevole profitto da numerosi commenti e suggerimenti redazionali dei colleghi della BCE, ai quali va la mia più profonda gratitudine. Desidero inoltre rivolgere un ringraziamento ai membri del Comitato per le comunicazioni esterne del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e del comitato di esperti, ai colleghi della Divisione Servizi linguistici, della Divisione Pubblicazioni ufficiali e biblioteca e della Divisione Stampa e informazione della BCE, a H. Ahnert, W. Bier, D. Blenck, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H.J. Klöckers, D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, A. Page, H. Pill, C. Pronk, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, D. Schackis, H. J. Schlösser, G. Vitale, C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Francoforte sul Meno, aprile 2008

# PREFAZIONE



Jean-Claude Trichet

L'euro è la valuta utilizzata dagli oltre 320 milioni di cittadini di quindici paesi europei. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) è responsabile della politica monetaria unica di questi paesi, che insieme compongono l'area dell'euro. Il Trattato che istituisce la Comunità europea assegna all'Eurosistema, formato dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) dei paesi dell'area dell'euro, l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi all'interno dell'area. Pertanto, il Consiglio direttivo della BCE ha il compito di preservare il potere d'acquisto dell'euro. È infatti opinione largamente condivisa che, mantenendo la stabilità dei prezzi, la politica monetaria possa contribuire in misura significativa a una crescita durevole, al benessere economico e alla creazione di posti di lavoro.

L'Eurosistema gode di indipendenza, indispensabile per l'assolvimento dei propri compiti. Inoltre, il Consiglio direttivo ha definito e annunciato la sua strategia di politica monetaria, finalizzata alla stabilità dei prezzi, e si avvale di un quadro operativo efficiente e ben funzionante per condurre la politica monetaria unica. In breve, l'Eurosistema dispone di tutti gli strumenti e le competenze necessari ad attuare un'efficace politica monetaria.

Al pari di ogni istituzione importante e indipendente di una società moderna, l'Eurosistema deve essere vicino ai cittadini europei e da questi conosciuto. Di qui l'esigenza di spiegarne il mandato e la politica a un pubblico sempre più vasto. La presente guida intende illustrare in maniera completa, ma facilmente accessibile, l'importanza della stabilità dei prezzi per conseguire una prosperità economica durevole e l'impostazione della politica monetaria della BCE, orientata al raggiungimento di tale obiettivo.

A handwritten signature in blue ink, which appears to be 'J. C. Trichet'. The signature is written in a cursive style and is positioned above the printed name and title.

Jean-Claude Trichet

Presidente della Banca centrale europea

# LA STABILITÀ DEI PREZZI:



## SINTESI

Il Trattato che istituisce la Comunità europea ha conferito all'Eurosistema<sup>1</sup>, costituito dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro, il mandato primario di preservare la stabilità dei prezzi. Tale mandato è considerato il principale obiettivo dell'Eurosistema per validi motivi economici. Si fonda sulle esperienze del passato ed è confortato dalla teoria economica e dalla ricerca empirica; queste ci insegnano che, mantenendo stabili i prezzi, la politica monetaria contribuisce in modo significativo al benessere generale, e in particolare al raggiungimento di elevati livelli di attività economica e occupazione.

I vantaggi derivanti dalla stabilità dei prezzi sono comunemente riconosciuti. Riteniamo pertanto essenziale spiegare, soprattutto ai giovani, le ragioni della sua importanza e il modo migliore di conseguirla, nonché come il suo mantenimento favorisca la realizzazione degli obiettivi economici più ampi dell'Unione europea.

I vantaggi della stabilità dei prezzi, ovvero i costi associati all'inflazione o alla deflazione, sono strettamente legati alla moneta e alle sue funzioni. Il capitolo 2 presenta le funzioni e la storia della moneta. In un sistema economico basato sul baratto, ossia in un mondo senza denaro, lo scambio di beni e servizi comporterebbe costi molto elevati, ad esempio di informazione, ricerca e trasporto. La moneta accresce l'efficienza degli scambi, migliorando il benessere di tutti i cittadini. A partire da queste considerazioni, viene approfondita l'analisi del ruolo e delle tre funzioni fondamentali della moneta (mezzo di scambio, riserva di valore e unità di conto). Segue una breve presentazione della storia della moneta. In particolare, si ripercorre l'evoluzione delle forme che ha assunto nel corso del tempo presso diverse società, toccando tappe cruciali quali la moneta merce, la moneta metallica, la moneta cartacea e la moneta elettronica.

---

<sup>1</sup> Il termine Eurosistema non appare né nel Trattato che istituisce la Comunità europea né nello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca centrale europea (BCE), i quali enunciano gli obiettivi e i compiti del SEBC definendo quest'ultimo come composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) di tutti gli Stati membri dell'Unione europea (UE). Tuttavia, fintantoché esisteranno Stati membri non appartenenti all'area dell'euro cui pertanto non si applicano le disposizioni relative agli obiettivi e ai compiti del SEBC, sarà necessario distinguere il gruppo formato dalla BCE e dalle BCN dei paesi che hanno adottato la moneta unica. Tale gruppo viene comunemente denominato Eurosistema, secondo una prassi incoraggiata anche dal Consiglio direttivo della BCE.

# PERCHÉ È IMPORTANTE PER TE

Il capitolo 3 verte in modo più specifico sull'importanza della stabilità dei prezzi, soffermandosi sulle gravi conseguenze che l'inflazione e la deflazione possono avere sull'economia. In linea di principio, l'inflazione è definita come un aumento generalizzato dei prezzi di beni e servizi per un periodo di tempo prolungato, che riduce il valore della moneta e quindi il suo potere d'acquisto. La deflazione è invece caratterizzata da una protratta diminuzione del livello complessivo dei prezzi.

Dopo alcuni cenni sui problemi connessi alla misura dell'inflazione, vengono descritti i vantaggi della stabilità dei prezzi. Questa promuove un tenore di vita più elevato limitando l'incertezza circa l'andamento generale dei prezzi e quindi accrescendo la trasparenza del loro meccanismo di formazione; i consumatori e le imprese sono in grado di riconoscere più facilmente le "variazioni relative dei prezzi", che riguardano cioè beni specifici. Inoltre, la stabilità dei prezzi contribuisce al benessere generale poiché riduce i premi per il rischio di inflazione intrinseci ai tassi di interesse, rende superflue le operazioni di copertura per far fronte a tale rischio e attenua gli effetti distortivi determinati dai sistemi fiscali e previdenziali. Infine, consente di evitare l'arbitraria distribuzione della ricchezza e del reddito associata, ad esempio, all'erosione del valore reale dei crediti nominali (risparmio sotto forma di depositi bancari, titoli di Stato e salari nominali) che deriva dall'inflazione. Una considerevole erosione della ricchezza e dei redditi reali, causata da forte inflazione, può generare instabilità politica e sociale. In sintesi, mantenendo stabili i prezzi, le banche centrali favoriscono il conseguimento degli obiettivi economici più ampi e contribuiscono alla stabilità politica generale.

Il capitolo 4 si incentra sui fattori che determinano l'evoluzione dei prezzi, accenna al ruolo e ai limiti della politica monetaria e chiarisce la maniera in cui una banca centrale può influenzare i tassi di interesse a breve termine. Le banche sono solite richiedere finanziamenti alla banca centrale poiché necessitano di banconote per soddisfare le esigenze della clientela e devono assolvere i propri obblighi di riserva (rappresentati da depositi) presso la banca centrale. Quest'ultima è l'unica istituzione in grado di fornire banconote e depositi presso la banca centrale. Può pertanto fissare il tasso di interesse sui prestiti concessi alle banche, che in seguito influenzerà gli altri tassi di interesse di mercato.

Le variazioni dei tassi di interesse di mercato condizionano le decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese e, in ultima istanza, l'attività economica e l'inflazione. A titolo di esempio, un incremento dei tassi di interesse riduce tendenzialmente la spesa per investimenti, poiché questi risultano più onerosi. Allo stesso tempo accresce, in generale, l'inclinazione al risparmio e tende a limitare la domanda per consumi. In circostanze normali ci si può dunque attendere che un innalzamento dei tassi di interesse produca un calo della spesa per consumi e investimenti, attenuando infine le spinte inflazionistiche a parità di altre condizioni. Sebbene la politica monetaria possa avere un certo impatto sull'attività economica reale, questo è soltanto di natura transitoria. Essa influenza, tuttavia, in modo duraturo l'evoluzione dei prezzi e quindi l'inflazione.



# LA STABILITÀ DEI PREZZI:



Nella strategia della BCE, le decisioni di politica monetaria si fondano su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Vengono poi esaminati i fattori alla base del processo inflazionistico su brevi orizzonti temporali. Come illustra un modello descrittivo piuttosto semplice dei concetti di domanda e offerta aggregate, le variazioni del livello dei prezzi a breve termine possono essere riconducibili a diversi fattori economici, quali la crescita dei consumi e degli investimenti, l'aumento del disavanzo pubblico nonché l'espansione delle esportazioni nette. Inoltre, un incremento dei prezzi dei fattori di produzione (ad esempio dell'energia) o dei salari reali può generare pressioni al rialzo sull'inflazione, se non viene compensato da una maggiore produttività.

Si fa notare che la politica monetaria non è pienamente in grado di condizionare l'evoluzione dei prezzi nel breve periodo; tuttavia, contrastando i rischi per la loro stabilità, può innegabilmente controllare l'inflazione a medio-lungo termine, data la natura monetaria di questo fenomeno su orizzonti temporali più lunghi.

Il capitolo conclusivo presenta gli aspetti salienti della politica monetaria della BCE, esamina più da vicino il processo che ha condotto alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria e delinea il quadro istituzionale della politica monetaria unica, nonché la strategia della BCE e gli strumenti adottati dall'Eurosistema in questo ambito. Nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha voluto chiarire l'obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi, che il Trattato attribuisce all'Eurosistema, dandone la seguente definizione quantitativa: "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2%. La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Inoltre, nel maggio 2003 il Consiglio ha precisato che, nel quadro di tale definizione, si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma "prossimi al 2% nel medio periodo".

# PERCHÉ È IMPORTANTE PER TE

Nell'ambito della strategia della BCE, le decisioni di politica monetaria si fondano su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi, condotta sulla base di due prospettive complementari per la valutazione del loro andamento. La prima, denominata dalla BCE "analisi economica", prende in esame i fattori che determinano la dinamica dei prezzi nel breve-medio periodo e si incentra sull'attività economica reale e sulle condizioni finanziarie. Tiene conto del fatto che, su tali orizzonti, l'evoluzione dei prezzi è fortemente influenzata dall'interazione della domanda e dell'offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione (lavoro e capitale). La seconda prospettiva, nota come "analisi monetaria", assume un orizzonte temporale più esteso, dato il legame esistente fra la quantità di moneta in circolazione e i prezzi nel lungo periodo. L'analisi monetaria funge principalmente da mezzo di riscontro, in una prospettiva a medio-lungo termine, delle indicazioni per la politica monetaria di breve-medio periodo che derivano dall'analisi economica.

Sulla base di tali valutazioni, il Consiglio direttivo della BCE decide il livello dei tassi di interesse a breve termine, al fine di contrastare le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche e assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo.



# INTRODUZIONE



Quando sono chiamati a far conoscere il loro parere nei sondaggi sulle condizioni generali dell'economia, i cittadini europei esprimono di solito il desiderio di vivere in un contesto economico nel quale non esistano né inflazione né deflazione. Il Trattato che istituisce la Comunità europea affida all'Eurosistema il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi, un obiettivo il cui perseguimento risponde a una logica corretta dal punto di vista economico. Oltre alla storia passata, anche la teoria economica e la ricerca empirica indicano che, preservando la stabilità dei prezzi, la politica monetaria è in grado di offrire il suo massimo contributo al benessere economico generale, assicurando livelli elevati di attività economica e di occupazione.



# INTRODUZIONE



Data l'ampia convergenza di vedute circa i benefici della stabilità dei prezzi, è importante che tutti, e in particolare i giovani, comprendano i motivi per cui è necessario garantirla, le modalità migliori per farlo e i meccanismi mediante i quali ciò contribuisce al conseguimento degli obiettivi economici più generali dell'Unione europea.

Questa guida è articolata in capitoli, ognuno dei quali contiene informazioni di base consultabili individualmente all'occorrenza. Gli ultimi due capitoli sono tuttavia più complessi dei tre precedenti e, in particolare, il quinto può essere compreso appieno soltanto dopo un'attenta lettura del terzo e soprattutto del quarto. Vari riquadri affrontano aspetti specifici in maggiore dettaglio.

Poiché i benefici della stabilità dei prezzi, ovvero i costi connessi all'inflazione o alla deflazione, sono strettamente collegati alla moneta e alle sue funzioni, il capitolo 2 tratta quest'ultimo argomento. Esso spiega che in un mondo senza denaro, nel quale cioè sia diffuso il baratto, i costi di transazione connessi allo scambio di beni e servizi sono estremamente elevati e illustra il modo in cui la moneta può accrescere l'efficienza degli scambi e il benessere dei consumatori. Dopo una descrizione dettagliata del ruolo e delle funzioni fondamentali della moneta (sezione 2.1), il capitolo ripercorre le tappe principali dell'evoluzione della moneta nelle sue varie forme (sezione 2.2).

Il capitolo 3 spiega l'importanza della stabilità dei prezzi. A questo scopo definisce i concetti di inflazione e deflazione (sezione 3.1), illustra brevemente alcuni problemi di misurazione (sezione 3.2) e descrive in dettaglio i vantaggi della stabilità dei prezzi e, per converso, le conseguenze negative dell'inflazione o della deflazione (sezione 3.3).

Il capitolo 4 è dedicato ai fattori che determinano gli andamenti dei prezzi. Mentre la sezione 4.1 offre una breve panoramica sull'argomento, quella successiva analizza gli effetti della politica monetaria sui tassi di interesse. La sezione 4.3 illustra poi il modo in cui le variazioni dei tassi di interesse influiscono sulle decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese. Segue una trattazione dei fattori alla base del processo inflazionistico nel più breve periodo (sezione 4.4), dalla quale emerge in particolare il fatto che su questo orizzonte temporale la politica monetaria costituisce soltanto una delle possibili determinanti economiche. Si riconosce invece che, a più lungo termine, tale politica è in grado di controllare l'andamento dell'inflazione (sezione 4.5).

Il capitolo conclusivo presenta una breve descrizione della politica monetaria della BCE. Dopo avere ripercorso il processo di costruzione dell'Unione economica e monetaria (sezione 5.1), il capitolo prosegue delineando il quadro istituzionale della politica monetaria unica (sezione 5.2) nonché la strategia di politica monetaria della BCE (sezione 5.3) e l'assetto operativo dell'Eurosistema (sezione 5.4).

**La guida si conclude con un glossario e una sezione bibliografica intesi ad agevolare chi desidera ulteriori approfondimenti.**



Questa guida è articolata in capitoli, ognuno dei quali contiene informazioni di base consultabili individualmente all'occorrenza.



# UNA BREVE STORIA DELLA MONETA

# 2.



La moneta è un elemento indispensabile della vita moderna. Questo capitolo ne fornisce una definizione, illustra i motivi per i quali è necessaria e accettata e ne ripercorre origini e storia.

**2.1** descrive le funzioni della moneta.

**2.2** offre una panoramica delle varie merci che nel tempo sono state utilizzate per assolvere le funzioni della moneta.



# UNA BREVE STORIA



2.1 Le funzioni della moneta

2.2 Le forme della moneta

## 2.1 LE FUNZIONI DELLA MONETA

### Storia del termine “moneta”

La moneta svolge un ruolo fondamentale nelle economie moderne e non è certo un'esagerazione sostenere che queste ultime non potrebbero funzionare senza di essa e che di fatto come afferma una nota canzone “money makes the world go round”, il denaro fa girare il mondo. Il termine è di origine latina, ma nella Roma antica *monetor* o *moneta* aveva il significato di “consigliere” e veniva usato per chi ammoniva o ricordava qualcosa a qualcuno. Secondo alcuni storici, l'accezione attuale sarebbe riconducibile a un importante episodio della storia di Roma: durante l'invasione dei Galli nel 390 a.C., gli schiamazzi delle oche allevate nel tempio della dea Giunone sul Campidoglio svegliarono i soldati romani che in questo modo poterono respingere gli assalitori. In segno di gratitudine i romani eressero un tempio a Giunone Moneta, la dea consigliera o ammonitrice. Nel 289 a.C., in prossimità di questo edificio o all'interno dello stesso fu realizzata la prima zecca romana. Su molte delle monete in essa coniate, utilizzando in un primo momento il bronzo e successivamente l'argento, figurava la testa di Giunone: il termine “moneta” deriva quindi dall'appellativo della dea.

### Le funzioni della moneta

Cosa si intende per moneta? Nel rispondere a questa domanda, il pensiero corre immediatamente alle banconote e alle monete metalliche. Esse corrispondono alla definizione di moneta in quanto sono liquide, cioè sono accettate e disponibili in qualunque momento per l'impiego come mezzo di pagamento. Oggi, però, tale definizione si applica anche a tutta una serie di altre attività molto liquide e facilmente monetizzabili o utilizzabili a fini di pagamento con costi estremamente contenuti. Ne costituiscono degli esempi i depositi a vista e altre tipologie di depositi bancari<sup>2</sup>. Di conseguenza, tali strumenti sono inclusi in quelle definizioni di moneta spesso indicate come “aggregato monetario ampio”.

Nel corso della storia la moneta ha assunto forme fra loro notevolmente diverse. La moneta cartacea e i depositi bancari non sono sempre esistiti. Risulta pertanto utile definire il concetto di moneta in termini più generali come un bene molto particolare che svolge le funzioni fondamentali di strumento di intermediazione negli scambi, riserva di valore e unità di conto. Per tale motivo, si tende ad affermare che la moneta si definisce in termini delle sue funzioni.

---

<sup>2</sup> I depositi a vista sono fondi immediatamente disponibili a scopi transattivi. Tale aggregato comprende anche la moneta elettronica sulle carte prepagate.

# DELLA MONETA



Il termine "moneta" è di origine latina.

Per meglio illustrare le funzioni della moneta giova ricordare cosa avveniva prima della sua introduzione. Le persone ricorrevano al baratto, vale a dire allo scambio diretto di beni e servizi. Pur consentendo una qualche divisione del lavoro, un sistema economico fondato sul baratto si scontra con limiti di ordine pratico e qualunque scambio di beni comporta notevoli "costi di transazione".

Il limite più evidente consiste nel fatto che l'individuo desideroso di procurarsi un determinato bene o servizio in cambio di un altro da lui posseduto debba trovare un altro individuo che abbia un desiderio esattamente reciproco. Detto altrimenti, il baratto presuppone l'esistenza di una coincidenza di desideri. Se un fornaio volesse ad esempio farsi tagliare i capelli in cambio di qualche chilo di pane dovrebbe trovare un barbiere disposto ad accettare del pane. A sua volta il barbiere, se ha bisogno di un paio di calzature, deve aspettare che un negoziante richieda i suoi servizi offrendo in cambio calzature. Il sistema del baratto comporta quindi costi notevoli di ricerca della controparte adeguata, di attesa e di accumulazione.

## **La moneta come mezzo di scambio**

Per evitare i disagi connessi al baratto, si può assumere un determinato bene quale mezzo di scambio. Questa forma rudimentale di moneta prende il nome di "moneta merce". Se a prima vista il fatto di scambiare un bene contro un altro impiegato come moneta e poi quest'ultimo contro un terzo può apparire come un'ulteriore complicazione, a uno sguardo più attento risulta chiaro che l'utilizzo di un bene quale strumento di intermediazione negli scambi agevola notevolmente l'intero processo, poiché rende inutile la coincidenza di desideri. Naturalmente, affinché il bene prescelto possa assolvere la funzione di moneta è necessario che, per

consuetudine, convenzione informale o legge, sia accettato come mezzo di intermediazione negli scambi in tutta l'economia.

È altresì ovvio che, per poter essere utilizzata con questa finalità, una determinata merce deve riunire specifiche caratteristiche tecniche. In particolare, deve essere agevole da trasportare, durevole, divisibile e di qualità facilmente verificabile. In senso strettamente economico, la moneta dovrebbe essere una merce rara, perché solo a questa tipologia di merci viene attribuito un valore positivo.

## **La moneta come riserva di valore**

Se il bene utilizzato come moneta mantiene il proprio valore nel tempo, può essere detenuto per periodi più lunghi e consente pertanto la separazione fra l'atto di acquisto e quello di vendita. In questo caso, assolve l'importante funzione di riserva di valore.

Per le suddette ragioni, le merci utilizzabili anche come riserva di valore sono preferibili a quelle che fungono soltanto da mezzo di intermediazione negli scambi. Prodotti come fiori e pomodori, ad esempio, potrebbero in linea di principio essere impiegati a scopo di intermediazione, ma non sarebbero idonei come riserva di valore e pertanto non verrebbero probabilmente utilizzati come moneta. Se dunque la moneta non svolge adeguatamente questa funzione (vale a dire se la merce utilizzata a tal fine perde valore nel tempo), gli individui saranno indotti a detenere altri beni o attività come riserva di valore oppure, in casi estremi, a tornare persino al baratto.

# UNA BREVE STORIA



La moneta funge da mezzo di scambio, riserva di valore e unità di conto.

## La moneta come unità di conto

Pari importanza riveste la funzione di unità di conto. Come è possibile dimostrare ricorrendo all'esempio precedente, anche dopo avere superato la difficoltà di realizzare coincidenza di desideri resterebbe comunque il problema di individuare il rapporto di scambio esatto fra il pane e il taglio di capelli o fra quest'ultimo e le calzature. Tale rapporto, vale a dire la quantità di pane equivalente a un taglio, prende il nome di prezzo relativo o ragione di scambio. Si renderebbe necessario definire sul mercato il prezzo relativo di ciascuna coppia di beni e servizi e, ovviamente, tutti gli operatori economici dovrebbero conoscere le ragioni di scambio di ciascun bene. È facile dimostrare come, dati due beni, esista un unico prezzo relativo, mentre se il numero di beni sale a tre anche i prezzi relativi diventano tre (vale a dire, quelli del pane rispetto al taglio di capelli, del taglio di capelli rispetto alle calzature e del pane rispetto alle calzature). Ove i beni fossero dieci, tuttavia, si arriverebbe a 45 prezzi relativi, che salirebbero a 4.950 con riferimento a 100 beni<sup>3</sup>. Pertanto, più cresce il numero di beni scambiati più diventa difficile conoscere tutti i "tassi di scambio" possibili. Per chi partecipa a un sistema di baratto, quindi, la raccolta e la memorizzazione di tutte le ragioni di scambio richiedono un notevole dispendio di risorse che aumenta in misura spropositata al crescere del numero di beni scambiati. Se uno di questi beni è invece utilizzato come unità di conto (ovvero "numerario"), tali risorse possono essere meglio impiegate in altri modi. In questo caso, infatti, il valore di tutti i beni viene espresso in termini di questo "numerario" e la quantità di

prezzi da individuare e ricordare si riduce in misura significativa<sup>4</sup>. L'espressione monetaria di tutti i prezzi semplifica, quindi, notevolmente le transazioni. Più in generale, è possibile esprimere in termini monetari non solo il prezzo di un bene ma anche quello di qualunque attività. Tutti gli operatori economici di una determinata area valutaria calcolano di conseguenza costi, prezzi, salari, redditi e quant'altro in termini della stessa unità monetaria. Come le altre illustrate in precedenza, anche questa importante funzione risulta tanto più difficile da assolvere quanto meno stabile e attendibile è il valore della moneta. Un'unità di conto credibile e generalmente accettata costituisce una solida base per il calcolo dei prezzi e dei costi e comporta di conseguenza un guadagno in termini di trasparenza e attendibilità.

## 2.2 LE FORME DELLA MONETA

La natura dei beni utilizzati quale moneta è andata modificandosi nel tempo. È opinione diffusa che la funzione primaria da essi svolta in determinati momenti spesso non coincidesse con quella originaria. Sembra che i beni scelti come moneta dovessero riunire le caratteristiche di facilità e comodità di conservazione, alto valore a fronte di un peso relativamente basso, praticità di trasporto e durevolezza. Questi beni molto desiderati erano facili da scambiare e, di conseguenza, passarono ad essere accettati come moneta. L'evoluzione di quest'ultima dipende pertanto da una serie di fattori quali l'importanza relativa dell'interscambio e il grado di sviluppo dell'economia.

## La moneta merce

Gli oggetti utilizzati come moneta sono i più disparati: dai *wampum* (perline di conchiglia) degli indiani d'America, ai *cauri* (conchiglie dai colori

<sup>3</sup> Più in generale, per  $n$  beni esistono  $\frac{n \times (n-1)}{2}$  prezzi relativi.

<sup>4</sup> Vale a dire a  $n - 1$  prezzi assoluti.

# DELLA MONETA



Gli oggetti utilizzati come moneta merce sono i più disparati, quali conchiglie dai colori vivaci.

vivaci) dell'India, ai denti di balena delle Figi, al tabacco delle prime colonie del Nord America, ai grandi dischi di pietra dell'isola di Yap nel Pacifico, fino ad arrivare alle sigarette e agli alcolici nella Germania del secondo dopoguerra.

## Il metallo

Il ricorso al metallo come moneta merce va ricondotto all'esigenza delle società antiche di superare i problemi connessi all'utilizzo di beni deperibili. Benché non si sappia esattamente quando e dove sia iniziata questa nuova prassi, se ne trovano riscontri in Asia attorno al 2000 a.C. Pezzi o barre di oro e di argento, dei quali all'epoca non sembrava essere ancora stato standardizzato il peso e certificato il valore da parte dei regnanti, fungevano da moneta perché erano facili da trasportare, non deperibili e più o meno agevolmente divisibili. Era inoltre possibile fonderli per ricavarne monili.

## Le monete metalliche

Gli europei furono tra i primi a realizzare monete metalliche standardizzate e certificate. I greci iniziarono a coniarle in argento attorno al 700 a. C.; Egina (595 a. C.), Atene (575 a. C.) e Corinto (570 a. C.) furono le prime città-stato elleniche a battere moneta. Il titolo di argento della dracma ateniese, famosa per la leggendaria civetta raffigurata su una delle sue facce, rimase stabile per quasi quattrocento anni. Grazie anche all'ulteriore opera di diffusione svolta da Alessandro Magno, le monete metalliche greche furono largamente impiegate, come attesta il loro ritrovamento in un'area geografica compresa fra la Spagna e l'attuale India. I romani, che avevano inizialmente utilizzato ingombranti lingotti di bronzo (*aes signatum*), adottarono l'innovazione greca delle monete metalliche ufficiali e furono i primi a introdurre un regime bimetallico comprendente sia il *denarius* d'argento sia l'*aureus* d'oro.

Con Nerone, nel I secolo d.C., il contenuto di metallo prezioso delle monete iniziò a diminuire poiché la zecca imperiale sostituiva progressivamente l'oro e l'argento con delle leghe per finanziare l'imponente disavanzo dell'impero. Al calare del valore intrinseco delle monete, cominciò a salire il prezzo di beni e servizi. Seguì un aumento generalizzato dei prezzi che potrebbe avere concorso alla caduta dell'Impero romano d'Occidente. Il più stabile *solidus*, introdotto nell'Impero romano d'Oriente da Costantino il Grande durante il IV secolo d.C., mantenne il peso e la purezza originali fino alla metà dell'XI secolo, guadagnandosi così una reputazione che ne fece il principale mezzo di scambio internazionale per oltre cinquecento anni. Come attesta il loro ritrovamento anche in luoghi remoti quali Altaj in Mongolia, le monete greco-bizantine erano comunemente utilizzate nel commercio internazionale. Alla metà dell'XI secolo, tuttavia, l'economia monetaria bizantina subì un crollo e fu sostituita da un nuovo sistema che rimase in vigore per tutto il XII secolo, fino a quando la conquista di Costantinopoli ad opera dei Crociati, nel 1204, pose fine alla storia delle monete greco-romane.

Greci e romani avevano diffuso su un'estesa area geografica l'utilizzo delle monete metalliche e le conoscenze tecniche necessarie a coniarle. Per gran parte del Medioevo prevalse l'uso di monete in oro e in argento coniate in loco, ma nel contempo crebbe anche il ricorso al rame. Nel 793 d.C. Carlo Magno riformò e standardizzò il sistema monetario franco introducendo un regime in base al quale la libra carolingia d'argento (del peso di 408 grammi) corrispondeva a 20 soldi o 240 denari. Tale sistema rimase valido nel Regno Unito e in Irlanda fino al 1971.

Dopo la caduta di Costantinopoli, nel 1252 le città-stato mercantili di Genova e Firenze ripresero

# UNA BREVE STORIA



I cinesi iniziarono a usare la moneta cartacea attorno all'800 d.C. e continuarono questa pratica per vari secoli.

la coniazione di monete auree, che vennero rispettivamente chiamate genovino e fiorino. Nel XV secolo esse furono sostituite nelle transazioni internazionali dal ducato di Venezia.

## La moneta cartacea

I cinesi iniziarono a usare la moneta cartacea attorno all'800 d.C. sotto l'imperatore Hien Tsung e continuarono questa pratica per vari secoli. Il valore di tale moneta, nullo come merce, derivava soltanto da un decreto imperiale. In questo senso si trattava di moneta legale, "moneta fiat", priva cioè di valore intrinseco. Dopo avere raggiunto un picco di diffusione attorno all'anno 1000 d.C., la moneta cartacea fu abbandonata nel 1500 circa quando, dopo la conquista da parte dei mongoli, la società cinese entrò in una fase di declino.

## Le obbligazioni

Un sistema in cui il valore poteva essere conservato esclusivamente sotto forma di merci e monete metalliche rendeva tuttavia difficile gli scambi commerciali sulle lunghe distanze. Per questo motivo, le città-stato italiane introdussero per prime i certificati di indebitamento ("obbligazioni" o "lettere di cambio") come nuovo mezzo di pagamento.

Per ridurre il rischio di essere derubati durante i loro viaggi, i mercanti presero a utilizzare questi strumenti sui quali venivano indicati il nome del debitore, quello del creditore, la data di pagamento e la quantità di oro o argento da corrispondere. Presto le banche mercantili iniziarono a negoziare tali contratti, il cui primo riscontro risale al 1156.

Le obbligazioni continuarono a essere utilizzate soprattutto dai mercanti italiani, mentre il sistema bimetallico rimase dominante fino alla guerra dei Trent'anni. Per la turbolenza economica provocata

dalla guerra, regnanti quali i re di Svezia iniziarono a prediligere la moneta cartacea, che fu successivamente introdotta dalla Bank of England nel 1694 e dalla Banque générale in Francia nel 1716. L'avvento della moneta cartacea in Europa segnò l'inizio di una nuova fase nell'evoluzione della moneta. Sebbene nei vari paesi l'istituzione e la regolamentazione del sistema basato sulla moneta legale rimasero di competenza governativa, altre istituzioni pubbliche e private quali le banche centrali e i sistemi finanziari svolsero un ruolo sempre più cruciale nel successo della valuta nazionale.

## Il tallone aureo

Dall'adozione della moneta legale circa due secoli fa, il sistema monetario ha subito notevoli cambiamenti. Alla moneta cartacea era ed è tuttora riconosciuto corso legale soltanto in virtù di un atto giuridico dell'autorità competente. Emessa in unità prestabilite di valuta nazionale con un valore nominale chiaramente definito, essa è stata per lungo tempo mantenuta credibile mediante la costituzione di riserve in oro che erano conservate presso le banche centrali dei rispettivi paesi. In tale sistema, noto come tallone aureo (*gold standard*), la valuta sotto forma di monete metalliche e moneta cartacea fiduciaria era convertibile in oro a una parità fissa. La Gran Bretagna fu di fatto il primo paese a istituire un regime di questo tipo nel 1816, dopo che nel 1717 il tasso di cambio della sterlina con l'oro era stato fissato a 3,811 sterline per oncia d'oro dallo stesso Isaac Newton.

Con l'inizio della prima guerra mondiale, molte nazioni accrebbero progressivamente il ritmo di stampa di nuove banconote allo scopo di finanziare lo sforzo bellico. In Germania, ad esempio, il numero di biglietti emessi dalla Reichsbank passò da

# DELLA MONETA

2.593 milioni nel 1913 a un totale di 92.844.720,7 miliardi circolanti al 18 novembre 1923. Ciò finì con il produrre una situazione di iperinflazione<sup>5</sup>. La maggiore quantità di moneta in circolazione indusse gran parte dei paesi a sospendere la convertibilità in oro della propria valuta poiché le riserve auree nazionali non erano più sufficienti a garantirla.

## Il tallone a cambio aureo

Abbandonato dalla Gran Bretagna nel 1931, il tallone aureo fu riesumato nel 1944 durante la conferenza internazionale di Bretton Woods, nel New Hampshire. In tale occasione ne fu concordata una versione rivista, in virtù della quale i tassi di cambio delle valute delle principali potenze economiche furono ancorati al dollaro statunitense di cui venne decretata la convertibilità in oro al prezzo fisso di 35 dollari l'oncia. Per questo motivo, il sistema monetario istituito a Bretton Woods prende talvolta il nome di tallone a cambio aureo (*gold exchange standard*). Esso imponeva alle banche centrali di fornire dollari in cambio di moneta nazionale e viceversa.

Dopo il crollo di tale sistema nel 1971, le valute delle economie principali sono rimaste puramente fiduciarie. Inoltre, gran parte dei paesi ha consentito la fluttuazione dei tassi di cambio delle rispettive monete.

L'evoluzione è proseguita con la comparsa, in epoche più recenti, di varie forme di moneta intangibile. Ne costituiscono degli esempi la "moneta elettronica" e i mezzi di pagamento elettronici: apparsi negli anni novanta, essi possono essere utilizzati per acquistare beni e servizi su Internet o mediante altri supporti

elettronici. Una volta ricevuta l'autorizzazione al pagamento dall'acquirente, il venditore entra in contatto con la banca emittente che effettua il trasferimento dei fondi. In Europa esistono oggi vari sistemi di moneta elettronica basati su carte, i quali sono di norma gestiti da istituzioni finanziarie.



Per assicurare la credibilità della moneta nazionale, gli Stati costituivano riserve in oro presso le rispettive banche centrali.



Ai giorni nostri sono comparse varie forme di moneta intangibile, tra cui la "moneta elettronica".

<sup>5</sup> Per una trattazione più approfondita, cfr. Davies (1994), pag. 573.



# L'IMPORTANZA DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

# 3

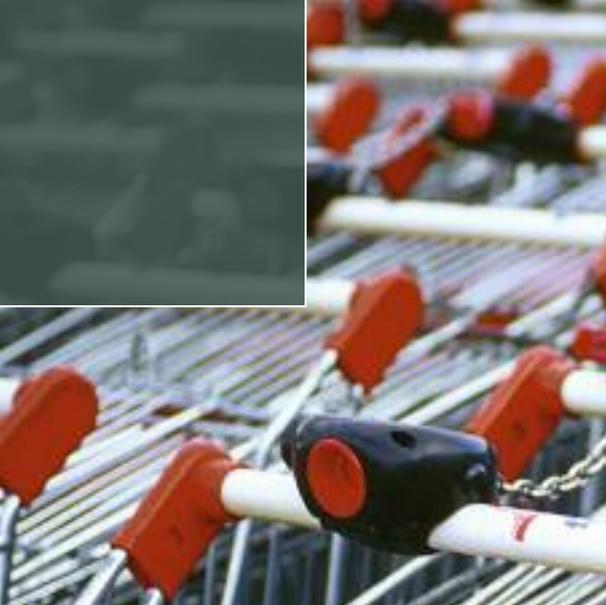


Questo capitolo approfondisce, ad esempio, i concetti di stabilità dei prezzi e di inflazione e deflazione, le modalità di misurazione dell'inflazione, la differenza fra tassi di interesse nominali e rendimenti reali, i vantaggi della stabilità dei prezzi o, in altri termini, i motivi per i quali il mantenimento di tale stabilità è importante per le banche centrali.

**3.1** illustra alcune nozioni economiche fondamentali, quali l'inflazione, la deflazione e la stabilità dei prezzi.

**3.2** affronta i problemi connessi alla misurazione dell'inflazione.

**3.3** delinea i vantaggi derivanti dalla stabilità dei prezzi.



# L'IMPORTANZA DELLA

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

3.1 Che cos'è la stabilità dei prezzi

3.2 Misurare l'inflazione

3.3 I vantaggi della stabilità dei prezzi

## 3.1 CHE COS'È LA STABILITÀ DEI PREZZI

### Inflazione e deflazione

“Inflazione” e “deflazione” sono i termini usati per descrivere due fenomeni economici importanti che hanno effetti negativi sull'economia. Mentre il primo denota sostanzialmente un aumento generalizzato e persistente dei prezzi di beni e servizi, che determina una perdita di valore e, di conseguenza, di potere d'acquisto della moneta, il secondo identifica la situazione opposta.

Si parla invece di “stabilità dei prezzi” quando il loro livello resta mediamente invariato nel tempo e di “stabilità assoluta” quando il medesimo importo di denaro, ad esempio 100 euro, consente di acquistare lo stesso paniere di beni ottenibile qualche anno prima.

### Movimenti dei singoli prezzi e del livello generale dei prezzi

È importante operare una distinzione fra il livello generale dei prezzi e quello dei singoli beni e servizi. In un'economia di mercato si verificano di norma frequenti variazioni del secondo anche in presenza di condizioni di stabilità complessiva del primo. Il prezzo di un determinato bene o servizio si modifica inevitabilmente quando cambiano le condizioni dell'offerta e/o della domanda dello stesso. I computer e i telefoni cellulari, ad esempio, sono oggi molto meno cari che in passato, poiché negli ultimi anni la tecnologia ha compiuto notevoli passi avanti. Il petrolio e altri prodotti energetici sono invece rincarati fra gli inizi del 1999 e la metà del 2006, per l'effetto congiunto dei timori concernenti gli approvvigionamenti futuri di energia e dell'incremento della domanda da parte di economie in rapida crescita. Nella maggioranza dei paesi industriali l'inflazione ha continuato nell'insieme ad attestarsi su livelli stabilmente bassi. Ciò dimostra che, se aumenti e diminuzioni si compensano a vicenda il variare, pur considerevole, dei prezzi di singoli beni e servizi non è incompatibile con condizioni di stabilità del livello generale dei prezzi.

# STABILITÀ DEI PREZZI

## 3.2 MISURARE L'INFLAZIONE

### Questioni di misurazione

Come si misura l'inflazione? In una data economia esistono milioni di prezzi singoli, i quali sono soggetti a variazioni continue che rispecchiano sostanzialmente il mutare della domanda e dell'offerta dei rispettivi beni o servizi e forniscono un'indicazione della loro "scarsità relativa". Appare ovvio come non sia né fattibile né auspicabile tenere conto di questa miriade di prezzi; tuttavia non è nemmeno corretto prenderne in considerazione solo alcuni in quanto potrebbero non essere rappresentativi del livello generale.

### L'indice dei prezzi al consumo

Gran parte dei paesi misura l'inflazione mediante un sistema semplice e ragionevole, denominato "indice dei prezzi al consumo" (IPC)<sup>6</sup>. La sua costruzione parte da un'analisi dei profili di acquisto dei consumatori intesa a individuare i beni e i servizi generalmente più acquistati e quindi in qualche misura più rappresentativi del consumatore medio di una determinata economia. Pertanto, oltre ai beni acquistati con cadenza giornaliera (ad esempio il pane e la frutta), sono presi in considerazione quelli durevoli (quali autovetture, computer e lavatrici) e le operazioni frequenti (ad esempio gli affitti). Mettendo assieme questa "lista della spesa" e attribuendo alle singole componenti delle ponderazioni commisurate al loro peso nel bilancio totale dei consumatori si viene a creare il cosiddetto "paniere di mercato"<sup>7</sup>. Ogni mese, numerosi "rilevatori" verificano il prezzo delle singole voci di spesa in vari punti vendita. Il costo del paniere viene poi monitorato nel tempo in modo da determinare una serie per l'indice dei prezzi. Ciò consente di calcolare il tasso di

inflazione sui dodici mesi esprimendo in termini percentuali la differenza di costo di un determinato paniere rispetto all'anno precedente.

L'evoluzione del livello dei prezzi così evidenziata, tuttavia, rispecchia soltanto la situazione di un consumatore "medio" o rappresentativo. Se le abitudini di acquisto personali si discostano notevolmente da quelle medie e quindi dal paniere di mercato su cui si fonda l'indice, il singolo consumatore può avvertire una variazione del costo della vita diversa da quella mostrata dall'indice. Esisteranno sempre, pertanto, persone che percepiranno un "tasso di inflazione" più elevato sul proprio "paniere individuale" a fronte di altre per le quali questo tasso sarà inferiore a quello medio. Detto altrimenti, l'inflazione misurata dall'indice riflette soltanto la situazione media dell'economia e non corrisponde esattamente alle variazioni di prezzo complessive avvertite dai singoli consumatori.

---

<sup>6</sup> Di fatto, l'indice dei prezzi al consumo (che misura le variazioni dei prezzi dei beni e dei servizi di consumo) non è l'unico di un'economia. Analoga importanza riveste l'indice dei prezzi alla produzione, il quale misura le modifiche apportate nel tempo dai produttori nazionali di beni e servizi ai rispettivi prezzi di vendita.

<sup>7</sup> Più precisamente, il peso attribuito alle singole componenti rispecchia la quota da esse rappresentata sul totale della spesa monetaria finale delle famiglie ed è oggetto di revisione periodica per tenere conto del variare delle abitudini di consumo.



# L'IMPORTANZA DELLA

## RIQUADRO 3.1 MISURARE L'INFLAZIONE: UN ESEMPIO SEMPLICE

Le osservazioni precedenti possono essere illustrate da un semplice esempio numerico. Si immagini che un paniere di mercato rappresentativo della spesa annua degli adolescenti sia composto da 100 panini, 50 bibite, 10 bevande energetiche e una mountain bike.

	Quantità	Prezzo (1° anno)	Prezzo (2° anno)	Prezzo (3° anno)
Panini	100	EUR 1,00	EUR 1,20	EUR 0,90
Bibite	50	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,70
Bevande energ.	10	EUR 1,50	EUR 1,70	EUR 1,20
Mountain bike	1	EUR 160,00	EUR 173,00	EUR 223,00
Costo del paniere di mercato		EUR 300,00	EUR 330,00	EUR 360,00
Indice dei prezzi		100,00	110,00	120,00

Il costo totale del paniere può essere calcolato moltiplicando la quantità dei vari prodotti per i rispettivi prezzi e sommando i risultati. È facile notare come, fra

il primo e il secondo anno, esso sia salito da 300 a 330 euro, vale a dire del 10%. Fra il primo anno e il terzo, invece, è passato da 300 a 360 euro, con un incremento del 20%.

Un altro modo per esprimere questo fenomeno è rappresentato dal ricorso a un indice dei prezzi, calcolato dividendo il costo del paniere di mercato di un determinato periodo per quello del medesimo paniere nel periodo assunto come base e moltiplicando a sua volta il quoziente per 100. Nell'esempio della tabella, in cui il periodo base è il primo anno, l'indice dei prezzi per il terzo anno risulta pari a:

$$(P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

Tale indice mira a fornire un quadro generale dell'evoluzione di un gran numero di prezzi. Come mostra l'esempio, esso può aumentare anche in presenza di un ribasso di alcune componenti.

### Problemi di misurazione

Qualunque tentativo di attribuire un singolo valore numerico alla variazione complessiva dei prezzi si scontra con una serie di difficoltà derivanti da diversi motivi.

La prima va ricercata nella progressiva perdita di rappresentatività di un dato paniere, dovuta al fatto che nel tempo i consumatori tendono a sostituire i beni più costosi con altri più economici. A titolo di esempio, un rincaro della benzina potrebbe indurre alcuni a utilizzare meno l'automobile e ad acquistare invece quantitativi superiori di altri beni. Pertanto, se le ponderazioni non vengono corrette, la variazione dell'indice potrebbe lievemente sovrastimare i "veri"

aumenti dei prezzi. La seconda difficoltà è riconducibile al fatto che risulta a volte difficile tenere conto degli effetti di variazioni della qualità dei prodotti. Se la qualità di un determinato prodotto migliora, l'aumento di prezzo riconducibile a tale miglioramento non può essere ritenuto inflazionistico, in quanto non riduce il potere d'acquisto della moneta. Su lunghi periodi tali incrementi di qualità sono normali. Ad esempio, le autovetture di oggi sono molto diverse da quelle fabbricate negli anni settanta, che a loro volta si distinguevano notevolmente da quelle di vent'anni prima. Gli istituti di statistica dedicano molto tempo agli adeguamenti necessari per tenere conto delle variazioni di qualità, ma la natura degli stessi li rende difficili da stimare.

# STABILITÀ DEI PREZZI



Anche la comparsa di prodotti nuovi, categoria che non comprende le ulteriori versioni di prodotti già esistenti (ad esempio i nuovi tipi di cereali da colazione), costituisce un fenomeno rilevante che presenta delle difficoltà. Come è avvenuto nel caso dei lettori DVD, trascorre necessariamente del tempo prima che i prezzi dei nuovi prodotti possano essere inclusi nell'indice in quanto è necessario raccogliere informazioni su aspetti quali le quote di mercato, i canali distributivi principali e le marche più diffuse. Un ritardo eccessivo, tuttavia, rende l'indice non più pienamente rappresentativo delle effettive variazioni medie dei prezzi cui sono esposti i consumatori.

In passato, vari studi economici hanno rilevato una distorsione piccola ma positiva nella misurazione degli indici dei prezzi al consumo utilizzati dai singoli paesi, e hanno avanzato l'ipotesi che fino a una determinata soglia di inflazione, ad esempio ½ punto percentuale, si potesse comunque parlare di stabilità "effettiva" dei prezzi. Benché non siano disponibili stime accurate di tale distorsione nell'area dell'euro, vale a dire nei paesi dell'UE che hanno adottato la moneta unica, due ordini di motivi inducono a ritenerla piuttosto contenuta. Anzitutto, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), ossia un IPC armonizzato per tutti i paesi dell'area, costituisce un concetto relativamente recente. In secondo luogo l'Eurostat, l'istituto della Commissione europea responsabile per questo ambito statistico a livello dell'UE, ha tentato di ovviare a eventuali distorsioni di misurazione dello IAPC definendo opportuni standard statistici.

## Variabili nominali e reali

Come indicato in precedenza, l'inflazione riduce la quantità di beni acquistabili a fronte di un

determinato importo o, in altri termini, provoca una perdita di valore oppure una riduzione del potere d'acquisto della moneta. Quest'ultima osservazione conduce a un altro principio economico importante, ovvero alla differenza fra variabili nominali e reali. Le prime sono misurate a prezzi correnti e, modificandosi di solito al variare del livello dei prezzi e di conseguenza dell'inflazione, non sono depurate degli effetti di quest'ultima. Le seconde, ad esempio il reddito o i salari in termini reali, sono invece al netto degli effetti dell'inflazione.

Si ipotizzi che, in termini nominali ossia monetari, il salario di un lavoratore cresca del 3% all'anno e che di conseguenza salga da 2.000 a 2.060 euro su base mensile. Se nello stesso anno il livello generale dei prezzi registra un incremento dell'1,5%, equivalente a un tasso di inflazione annuo dell'1,5%, l'aumento del salario in termini reali sarà pari a  $((103/101,5) - 1) \times 100 \approx 1,48\%$ , vale a dire a circa il  $3\% - 1,5\% = 1,5\%$ . Pertanto, più alto è il tasso di inflazione a fronte di un determinato aumento del salario nominale, minore sarà il quantitativo di beni che il lavoratore potrà acquistare.

È altresì importante distinguere fra tassi di interesse nominali e reali (cfr. riquadro 3.2). A titolo di esempio, si immagini di acquistare al suo valore nominale un'obbligazione a un anno che generi a scadenza un interesse del 4%. Se a fronte di un esborso iniziale di 100 euro si ottengono 104 euro alla scadenza del titolo, il tasso di interesse applicato è quello nominale. Di fatto, ove non altrimenti specificato, quando si parla di tasso di interesse ci si riferisce a quello nominale.

## RIQUADRO 3.2 LA RELAZIONE ESISTENTE TRA L'INFLAZIONE ATTESA E I TASSI DI INTERESSE: L'“EFFETTO FISHER”

In economia il tasso di interesse corrisposto dalla banca, o da una normale obbligazione, viene definito nominale. Per tasso di interesse reale si intende invece l'aumento del potere d'acquisto ottenuto grazie a un determinato investimento. Se con  $i$  si designa il tasso di interesse nominale, con  $r$  quello reale e con  $\pi$  il tasso di inflazione, la relazione fra le tre variabili può essere rappresentata come<sup>8</sup>:

$$r = i - \pi$$

Ne consegue che il tasso di interesse reale è dato dalla differenza fra quello nominale e il tasso di inflazione. Una diversa disposizione dei termini dell'equazione evidenzia chiaramente come il tasso di interesse nominale sia pari alla somma di quello reale e del tasso di inflazione:

$$i = r + \pi$$

### Cosa ci dice pertanto questa equazione circa le determinanti dei tassi di interesse nominali?

Quando un prenditore (ad esempio una persona che intenda acquistare una nuova autovettura) e un prestatore (ad esempio una banca) concordano un tasso di interesse nominale, non sanno con esattezza come varierà l'inflazione lungo la durata del prestito. Risulta quindi importante distinguere fra due accezioni di tasso di interesse reale: quella riferita al tasso atteso dal prenditore e dal prestatore al momento dell'accensione di un prestito, noto come “tasso di interesse reale *ex ante* ( $r^*$ )”, e quello effettivamente realizzato, che va sotto il nome di “tasso di interesse reale *ex post* ( $r$ )”.

Benché prenditori e prestatori non siano in grado di prevedere con esattezza l'inflazione futura, è nondimeno lecito ritenere che nutrano delle aspettative al riguardo. Si indichi con  $\pi^e$  l'inflazione attesa e con  $\pi$  quella

effettivamente realizzata. Il tasso di interesse reale *ex ante* sarà pari a  $i - \pi^e$ , mentre quello *ex post* risulterà da  $i - \pi$ . Si riscontra una differenza fra i due tassi quando l'inflazione effettiva o realizzata non coincide con quella attesa. Chiaramente, il tasso di interesse nominale può riflettere soltanto l'inflazione attesa, poiché quella futura effettivamente realizzata non è nota al momento della definizione del tasso.

$$i = r^* + \pi^e$$

Espressa nel modo precedente, l'uguaglianza è nota come “equazione di Fisher” dal nome dell'economista Irving Fisher (1867–1947). Essa mostra sostanzialmente che il tasso di interesse nominale è funzione di quello reale *ex ante* ( $r^*$ ) e del tasso di inflazione atteso ( $\pi^e$ ). Più in particolare, postulato un determinato livello per il tasso reale *ex ante*, il tasso di interesse nominale  $i$  varia in parallelo con i movimenti dell'inflazione attesa  $\pi^e$ . Questa relazione univoca fra il tasso di inflazione atteso e il tasso di interesse nominale, tale per cui un aumento del primo fa salire il secondo, prende il nome di “effetto Fisher”.

Pertanto, un alto tasso di interesse nominale su un deposito bancario o su un titolo di Stato potrebbe semplicemente riflettere attese di inflazione elevata e non necessariamente rendimenti reali attesi altrettanto consistenti. Tale concetto è importante per chiunque presti denaro o lo prenda in prestito.

Occorre anche tenere presente che, in determinate circostanze, i tassi di interesse possono includere premi per il rischio, i quali tengono conto generalmente dell'incertezza connessa all'inflazione, al tasso di cambio e all'eventualità di insolvenza.

<sup>8</sup> Va rilevato che tale relazione costituisce una semplice approssimazione, ragionevolmente accurata soltanto se  $r$ ,  $i$  e  $\pi$  sono di valore relativamente basso. Può essere di fatto dimostrato che  $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ , ovvero che  $r = i + \pi + r \times \pi$ . Naturalmente, se  $r$  e  $\pi$  sono di basso valore, il termine  $r \times \pi$  diventa trascurabile e pertanto  $r = i + \pi$  costituisce l'approssimazione utilizzata.

# STABILITÀ DEI PREZZI



La stabilità durevole dei prezzi accresce l'efficienza dell'economia e quindi il benessere delle famiglie.

Si ipotizzi ora che il tasso di inflazione per l'anno in questione sia anche in questo caso pari all'1,5%. Ciò equivale a dire che dopo dodici mesi il valore di un paniere di beni inizialmente posto uguale a 100 euro sarà salito a 101,50. Chi acquisti per 100 euro un'obbligazione con un tasso di interesse nominale del 4% e la rivenda dopo un anno a 104 euro per acquistare il suddetto paniere di beni il cui costo è nel frattempo arrivato a 101,50 euro rimarrebbe con 2,50 euro in tasca. Pertanto, una volta tenuto conto dell'inflazione, l'obbligazione da 100 euro frutterà circa 2,50 euro di reddito "reale", il che equivale ad affermare che il suo tasso di interesse reale si aggira attorno al 2,5%. Ovviamente, in caso di inflazione positiva il tasso di interesse reale è inferiore a quello nominale.

## 3.3 I VANTAGGI DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

### **La stabilità dei prezzi influisce in senso positivo sul tenore di vita contribuendo a...**

Nella parte precedente del capitolo sono stati illustrati i motivi per cui inflazione e deflazione sono di norma ritenuti fenomeni indesiderabili. Esse infatti comportano costi e svantaggi notevoli. La stabilità dei prezzi consente di evitare questi costi e offre benefici importanti a tutti i cittadini in quanto contribuisce in diversi modi al raggiungimento di livelli elevati di benessere economico, ad esempio sotto forma di un alto tasso di occupazione.

### **... attenuare l'incertezza circa l'evoluzione generale dei prezzi migliorando di conseguenza la trasparenza dei prezzi relativi...**

Anzitutto, la stabilità dei prezzi consente di individuare meglio le variazioni dei prezzi dei beni espressi in termini di altri beni, i cosiddetti "prezzi relativi", in quanto tali variazioni non sono celate da quelle del

livello complessivo dei prezzi. Si immagini, ad esempio, che un determinato prodotto subisca un rincaro del 3%. Se il livello generale dei prezzi nell'economia è stabile, i consumatori interpreteranno correttamente tale rincaro come un aumento del prezzo relativo del prodotto e su questa base potranno decidere di limitarne l'acquisto. In presenza di inflazione elevata e instabile, risulta invece più difficile capire se e come è variato il prezzo relativo dello stesso prodotto. Il rincaro potrebbe di fatto nascondere una diminuzione del prezzo relativo e quindi rendere più opportuno l'acquisto di quantitativi relativamente superiori di un prodotto il cui prezzo è aumentato di "appena" il 3%.

Analogamente, in caso di generale deflazione, i consumatori potrebbero non rendersi conto del fatto che il ribasso di un prodotto specifico rispecchia l'andamento generale dei prezzi e non un calo del prezzo relativo del prodotto in questione. Di conseguenza, essi potrebbero essere erroneamente indotti ad acquistarne quantitativi troppo elevati.

Prezzi stabili evitano dunque a imprese e consumatori di interpretare in modo scorretto le variazioni del livello generale dei prezzi come variazioni dei prezzi relativi e consentono loro di adottare decisioni di consumo e di investimento meglio informate.

L'incertezza circa l'evoluzione futura del tasso di inflazione può inoltre indurre le imprese ad adottare decisioni sbagliate in materia di occupazione. Si ipotizzi, a fini illustrativi, che in un contesto di inflazione elevata un'impresa interpreti erroneamente un aumento del 5% del prezzo di mercato dei propri beni come un ribasso in termini relativi, in quanto non si è resa conto del fatto che in epoche recenti l'inflazione è scesa ad esempio dal 6 al 4%. Essa potrebbe essere pertanto indotta a investire meno e licenziare manodopera per ridurre la propria

# L'IMPORTANZA DELLA



La stabilità durevole dei prezzi accresce l'efficienza dell'economia e quindi il benessere delle famiglie.

capacità produttiva, in modo da non incorrere in perdite connesse alla diminuzione percepita del prezzo relativo dei propri beni. Tale decisione finirebbe tuttavia per rivelarsi sbagliata, in quanto per il calo dell'inflazione i salari nominali dei dipendenti potrebbero aumentare meno di quanto aveva ipotizzato l'impresa. Verrebbe così a crearsi quello che gli economisti definiscono una "distorsione" nell'allocazione delle risorse. In sostanza, si avrebbe uno spreco di risorse, quali il capitale e il lavoro, poiché alcuni dipendenti sarebbero licenziati a causa dell'andamento instabile dei prezzi.

Un analogo spreco viene a crearsi se lavoratori e sindacati sono incerti quanto al futuro quadro inflazionistico e chiedono quindi un aumento piuttosto consistente dei salari nominali per evitare che elevati tassi di inflazione futuri determinino un calo significativo delle retribuzioni reali. In tali circostanze, se l'impresa nutre aspettative di inflazione inferiori, percepirà un dato aumento dei salari nominali come un incremento piuttosto consistente di quelli reali e potrebbe essere pertanto indotta a ridimensionare il proprio organico o almeno ad assumere un numero di lavoratori inferiore a quello che avrebbe assunto se non avesse avuto tale "percezione".

La stabilità dei prezzi riduce l'incertezza sull'inflazione e concorre quindi a evitare casi di errata allocazione di risorse come quelli descritti in precedenza. Aiutando il mercato a indirizzare le risorse dove possono essere impiegate in modo più produttivo, una stabilità durevole dei prezzi accresce l'efficienza dell'economia e quindi il benessere delle famiglie.

## **... ridurre i premi per il rischio di inflazione nei tassi di interesse...**

In secondo luogo, se i creditori hanno la certezza che i prezzi resteranno stabili in futuro, non richiederanno un rendimento aggiuntivo (ossia il "premio per il rischio di inflazione") come compenso per i rischi di inflazione connessi alla detenzione di attività nominali sul più lungo periodo (cfr. il riquadro 3.2 per maggiori dettagli). Riducendo tali premi, e determinando pertanto tassi di interesse nominali inferiori, la stabilità dei prezzi concorre ad accrescere l'efficienza con cui i mercati dei capitali assegnano le risorse aumentando di conseguenza gli incentivi a investire. Ciò promuove a sua volta la creazione di posti di lavoro e, più in generale, il benessere economico.

## **... evitare inutili attività di copertura...**

In terzo luogo, il mantenimento credibile della stabilità dei prezzi riduce anche la probabilità che i singoli cittadini e le imprese distolgano risorse da utilizzi produttivi per tutelarsi, ossia "coprirsi", contro l'inflazione o la deflazione, ad esempio agganciando il valore dei contratti nominali all'evoluzione dei prezzi. Poiché una piena indicizzazione è impossibile o troppo costosa, in un contesto di inflazione elevata esiste l'incentivo ad accumulare beni reali che in tali circostanze conservano il loro valore meglio della moneta o di determinate attività finanziarie. Un accumulo eccessivo di beni, tuttavia, non costituisce chiaramente una decisione di investimento efficiente e ostacola la crescita dell'economia e dei redditi reali.

# STABILITÀ DEI PREZZI

## RIQUADRO 3.3 L'IPERINFLAZIONE

Una situazione contraddistinta da tassi di inflazione estremamente elevati e/o in continua crescita che finiscono con lo sfuggire a ogni controllo prende il nome di “iperinflazione”. Questo è un fenomeno molto destabilizzante dal punto di vista sociale, con conseguenze di vasta portata sia per i singoli cittadini sia per la società nel suo insieme. Sebbene non esista una definizione generalmente accettata di questo termine, gran parte degli economisti concorderebbe nell'applicarlo a una situazione in cui il tasso di inflazione mensile si collochi al di sopra del 50%.

Il XX secolo è stato contraddistinto da vari episodi di iperinflazione e inflazione estremamente elevata. Segue un elenco di alcuni dei paesi interessati da tali episodi, con l'indicazione del tasso di inflazione annuo raggiunto.

<b>1922</b>	<b>Germania</b>	<b>5 000%</b>
<b>1985</b>	<b>Bolivia</b>	<b>oltre il 10 000%</b>
<b>1989</b>	<b>Argentina</b>	<b>3 100%</b>
<b>1990</b>	<b>Perù</b>	<b>7 500%</b>
<b>1993</b>	<b>Brasile</b>	<b>2 100%</b>
<b>1993</b>	<b>Ucraina</b>	<b>5 000%</b>

Le ripercussioni di tale fenomeno possono essere sommariamente illustrate come segue. Un tasso di inflazione mensile pari al 50% comporta un aumento del livello dei prezzi di oltre cento volte nel giro di un anno e di più di due milioni di volte in tre anni. Indubbiamente, tassi di inflazione così elevati costituiscono un pesante onere per la società.

Di fatto, l'iperinflazione iniziata in Germania nel primo dopoguerra e culminata nel 1923 ha avuto conseguenze economiche, sociali e – come viene ampiamente riconosciuto – politiche devastanti.

In un contesto in cui molti videro sfumare i propri risparmi, ampie fasce della popolazione subirono un notevole calo di ricchezza. La consapevolezza di un costante aumento dei prezzi innescò un circolo vizioso: i lavoratori erano indotti a rivendicare salari più elevati nell'aspettativa di ulteriori rincari, che di fatto si verificavano poiché la crescita delle retribuzioni si traduceva in maggiori costi di produzione. Analogamente, tutti iniziarono a sbarazzarsi del proprio denaro, che si svalutava, spendendo a ritmi sempre maggiori.

Il governo reagì alla perdita di valore della moneta aggiungendo un numero crescente di zeri alla valuta cartacea. Col tempo, tuttavia, divenne impossibile tenere il passo con l'aumento esorbitante dei prezzi. I costi dell'iperinflazione divennero insostenibili. La moneta perse completamente il suo ruolo di riserva di valore, unità di conto e mezzo di scambio. Si diffuse il baratto, e la moneta cartacea ufficiale fu progressivamente soppiantata da mezzi di scambio alternativi, quali le sigarette, che non perdevano valore con l'inflazione.

# L'IMPORTANZA DELLA

## **... contenere gli effetti distorsivi dei regimi fiscali e previdenziali...**

In quarto luogo, i regimi fiscali e previdenziali possono determinare incentivi che influiscono in senso distorsivo sul comportamento economico. In molti casi, tali distorsioni sono esacerbate dall'inflazione o dalla deflazione, in quanto di norma i sistemi fiscali e previdenziali non prevedono l'indicizzazione delle aliquote impositive e dei

contributi previdenziali al tasso di inflazione. Ad esempio, incrementi salariali intesi a compensare i lavoratori per l'andamento dell'inflazione potrebbero determinare l'assoggettamento a un'aliquota impositiva più elevata, un fenomeno noto come "drenaggio fiscale". La stabilità dei prezzi riduce gli effetti distorsivi connessi all'impatto dell'inflazione o della deflazione sui regimi fiscali e previdenziali.

## **RIQUADRO 3.4 LA DOMANDA DI CONTANTE**

La moneta è utile a chi la detiene poiché la sua liquidità semplifica le transazioni. Se così non fosse, non esisterebbe alcun incentivo a detenere contante non remunerato. Essa comporta altresì un "costo opportunità", rappresentato dal tasso di interesse positivo che si potrebbe ottenere investendo in attività alternative. Un più elevato livello di inflazione attesa e, di conseguenza, un tasso di interesse nominale superiore (cfr. riquadro 3.2) tendono pertanto a influire in senso negativo sulla domanda di moneta.

Si immagini una situazione in cui il tasso di interesse di mercato a breve termine corrisposto sui depositi bancari o su un titolo di Stato sia pari ad appena il 2%. In tal caso, la detenzione di 1.000 euro in banconote comporterebbe una perdita di 20 euro all'anno. Il tasso di interesse sugli investimenti alternativi rappresenta il costo opportunità di detenere contante.

Si ipotizzi ora che tassi di inflazione più elevati determinino un aumento dei tassi di interesse nominali e che la remunerazione del proprio conto bancario salga dal 2 al 10%. Continuando a detenere 1.000 euro in contanti, si avrebbe un costo opportunità di 100 euro l'anno, corrispondente a circa 2 euro per settimana. In tal caso, si potrebbe decidere di ridurre ad esempio di 500 euro le disponibilità di contante, accrescendo di circa 1 euro per settimana, o 50 euro l'anno, i ricavi da interessi. In altri termini, maggiore è il tasso di interesse, inferiore sarà la domanda di banconote. In economia si dice che la domanda di moneta è "elastica al tasso di interesse".

# STABILITÀ DEI PREZZI



Nel lungo periodo le economie con più bassa inflazione sono caratterizzate, in media, da una crescita più rapida in termini reali.

## **... accrescere i vantaggi connessi alla detenzione di contante...**

In quinto luogo, l'inflazione può essere vista come un'imposta occulta sulla detenzione di liquidità. All'aumentare dei prezzi, infatti, chi detiene contante o depositi non remunerati a tassi di mercato vede calare i propri saldi monetari reali e di conseguenza la propria ricchezza finanziaria in termini reali, esattamente come se gli venisse sottratta una parte di denaro attraverso un prelievo fiscale. Pertanto, anche in assenza di incertezze in merito all'inflazione, maggiore è il tasso di interesse atteso, e di conseguenza più elevati sono i tassi di interesse nominali (cfr. riquadro 3.2), minore sarà la domanda di liquidità da parte delle famiglie (cfr. il riquadro 3.4, in cui si illustra il motivo per il quale a tassi di interesse nominali più elevati corrisponde la riduzione della domanda di denaro non remunerato). Se si detengono quantitativi inferiori di moneta liquida, ci si dovrà recare più spesso in banca per prelevare denaro. Per questo motivo, gli inconvenienti e i costi connessi a tale situazione sono spesso descritti con la metafora "costi *shoe-leather*" (che in inglese indica il cuoio della tomaia) dell'inflazione, poiché il maggior numero di visite in banca comporta una più rapida usura delle suole delle scarpe. Più in generale, quando si riducono le disponibilità di contante aumentano i costi di transazione.

## **... evitare una distribuzione arbitraria di ricchezza e reddito...**

In sesto luogo, il mantenimento di condizioni di stabilità dei prezzi evita i notevoli problemi economici, sociali e politici connessi alla redistribuzione arbitraria di ricchezza e di reddito che si osserva durante gli episodi di inflazione e deflazione. Ciò vale soprattutto per i casi in cui è difficile prevedere le variazioni future del livello dei

prezzi e per le fasce di popolazione che fanno fatica a proteggere dall'inflazione i propri crediti nominali. A titolo di esempio, in caso di aumento inatteso dell'inflazione, chi detiene crediti nominali, ad esempio sotto forma di contratti salariali sul più lungo periodo, depositi bancari o titoli di Stato, vede scendere il valore reale degli stessi. La ricchezza si trasferisce pertanto in maniera arbitraria dai prestatori, o risparmiatori, verso i prenditori, in quanto il denaro con cui il prestito finisce con l'essere rimborsato consente di acquistare quantitativi di beni inferiori rispetto a quelli attesi al momento della concessione dello stesso.

Episodi di deflazione inattesa potrebbero beneficiare chi vanta crediti nominali, poiché fanno aumentare il valore di questi ultimi, ad esempio salari o depositi, in termini reali. In tale situazione tuttavia i prenditori, o debitori, sono spesso nell'impossibilità di rimborsare il capitale e rischiano persino l'insolvenza. Ciò potrebbe danneggiare la società in generale e, in particolare, i creditori e quanti lavorano per le imprese insolventi.

Di norma, i soggetti più colpiti dall'inflazione o dalla deflazione sono quelli appartenenti alle fasce meno abbienti della popolazione in quanto dispongono di possibilità di copertura limitate. Prezzi stabili agevolano pertanto la coesione e la stabilità sociale. Come è apparso evidente in varie occasioni nel corso del XX secolo, tassi di inflazione elevati determinano spesso condizioni di instabilità politica e sociale poiché chi si vede sottrarre un'ampia fetta di risparmi a causa di un aumento (inatteso) dell'inflazione ha la sensazione di essere stato raggirato.

### **... contribuire alla stabilità finanziaria**

Infine, rivalutazioni repentine delle attività conseguenti a variazioni inattese del quadro inflazionistico possono minare la solidità dei bilanci bancari. Si ipotizzi ad esempio che una banca eroghi prestiti a lungo termine a tasso fisso finanziati da depositi a breve. In caso di aumento improvviso dell'inflazione, diminuisce il valore delle attività in termini reali. Di conseguenza, la banca potrebbe trovarsi esposta a problemi di solvibilità suscettibili di provocare a loro volta una "reazione a catena" negativa. Se la politica monetaria mantiene la stabilità dei prezzi, il valore in termini reali delle attività nominali non viene esposto al pericolo di shock inflazionistici o deflazionistici e la stabilità finanziaria ne risulta accresciuta.

### **Mantenendo la stabilità dei prezzi, le banche centrali concorrono al conseguimento di finalità economiche più generali**

Stando alle suddette argomentazioni, una banca centrale che garantisca la stabilità dei prezzi contribuisce in misura significativa al conseguimento di finalità economiche più generali quali il miglioramento del tenore di vita e il mantenimento dell'attività economica e dell'occupazione su livelli elevati e più stabili. Tale conclusione è suffragata da riscontri economici del fatto che, per un ampio ventaglio di paesi, metodologie e periodi, le economie contraddistinte da tassi di inflazione più bassi sembrano registrare sul lungo periodo tassi di crescita mediamente superiori in termini reali.

# I FATTORI CHE DETERMINANO L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

# 4

Questo capitolo contiene informazioni dettagliate sulle determinanti del livello generale dei prezzi, sui fattori che causano l'inflazione, sul modo in cui le banche centrali, o più precisamente la politica monetaria, possono garantire la stabilità dei prezzi, sul ruolo della politica di bilancio e sull'opportunità che la politica monetaria sia direttamente incentrata sul rafforzamento della crescita in termini reali oppure sul contenimento della disoccupazione, ovvero su quello che la politica monetaria consente o meno di ottenere.

- 4.1 descrive brevemente le possibilità e i limiti della politica monetaria.
- 4.2 spiega il modo in cui la politica monetaria può influire sui tassi di interesse.
- 4.3 illustra come il variare dei tassi di interesse si ripercuote sulle decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese.
- 4.4 prende in esame i fattori alla base dell'evoluzione dei prezzi a breve termine.
- 4.5 considera il medio-lungo periodo spiegando come su tali orizzonti temporali la politica monetaria disponga degli strumenti necessari per influire sui prezzi e sia pertanto responsabile degli andamenti tendenziali dell'inflazione.





# I FATTORI CHE DETERMINANO

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

4.1 Le possibilità e i limiti della politica monetaria: uno sguardo d'insieme

4.2 La moneta e i tassi di interesse: come può la politica monetaria influenzare i tassi di interesse?

4.3 L'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sulle decisioni di spesa dei consumatori e delle imprese

4.4 I fattori alla base dell'evoluzione dei prezzi in un orizzonte di più breve periodo

4.5 I fattori alla base dell'evoluzione dei prezzi in un orizzonte di più lungo periodo

## 4.1 LE POSSIBILITÀ E I LIMITI DELLA POLITICA MONETARIA: UNO SGUARDO D'INSIEME

In che modo la politica monetaria influisce sul livello dei prezzi? L'interrogativo riguarda quello che gli economisti definiscono normalmente il "processo di trasmissione", mediante il quale gli interventi della banca centrale si trasmettono all'economia e in ultima istanza ai prezzi. Di per sé estremamente complesso, variabile nel tempo e diverso nelle varie economie al punto che ancora oggi non se ne conoscono appieno i dettagli, esso è comunque noto nelle sue linee fondamentali. Il modo in cui la politica monetaria influisce sull'economia può essere spiegato nella maniera seguente: in quanto unica emittente di banconote e riserve bancarie, la banca centrale è la fornitrice monopolistica di quella che viene definita "base monetaria". In virtù di tale monopolio, essa può influire sulle condizioni del mercato monetario e guidare l'andamento dei tassi di interesse a breve termine.

### **Nel breve periodo la banca centrale è in grado di influire sull'economia reale**

Una variazione dei tassi di interesse del mercato monetario (vale a dire a breve termine) indotta dalla banca centrale determina nel breve periodo l'avvio di una serie di meccanismi, soprattutto perché influisce sulle decisioni di spesa e di

risparmio delle famiglie e delle imprese. Ad esempio, a parità di altre condizioni, tassi più elevati rendono meno appetibile l'assunzione di prestiti per finanziare i consumi o gli investimenti di famiglie e imprese. Inoltre accrescono la propensione delle famiglie a risparmiare, invece di spendere, il proprio reddito corrente. Infine, possono influire sull'offerta di credito. A loro volta, anche se con un certo ritardo, tali andamenti incidono sull'evoluzione di variabili dell'economia reale quali il prodotto.

### **Nel lungo periodo le variazioni dell'offerta di moneta agiscono sul livello generale dei prezzi...**

Nelle diverse fasi dei processi dinamici sopra delineati entrano in gioco svariati meccanismi e comportamenti di operatori economici. Inoltre, le condizioni dell'economia possono influire sull'entità e sull'intensità degli effetti che si producono. Di norma, quindi, trascorre molto tempo prima che i prezzi avvertano gli effetti della politica monetaria. Nondimeno, gli economisti ritengono generalmente che nel lungo periodo, ossia dopo la piena attuazione di tutti gli adeguamenti nell'economia, una variazione della quantità di moneta fornita dalla banca centrale, a parità di altre condizioni, si rifletta esclusivamente sul livello complessivo dei prezzi e non determini modifiche permanenti di variabili reali quali il prodotto o la disoccupazione.

# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

Tale variazione equivale in definitiva a una modifica dell'unità di conto, e di conseguenza del livello generale dei prezzi, che lascia immutate tutte le altre variabili, più o meno nello stesso modo in cui una modifica dell'unità di misura della lunghezza, ad esempio il passaggio dai chilometri alle miglia, non cambierebbe la distanza effettiva fra due punti.

## ... ma non sul livello dell'occupazione o del reddito reale

Questo principio generale, noto come "neutralità di lungo periodo" della moneta, soggiace a tutte le teorie macroeconomiche e ai modelli teorici più diffusi. Come indicato in precedenza, una politica monetaria in grado di mantenere in modo credibile la stabilità dei prezzi esercita un notevole influsso positivo sul benessere e sull'attività in termini reali. Nel lungo periodo, tuttavia, i redditi reali o il livello di occupazione di un'economia, oltre ad avvertire l'effetto positivo della stabilità dei prezzi, sono sostanzialmente determinati da fattori reali (dal lato dell'offerta) e non traggono vantaggio da politiche monetarie espansive<sup>9</sup>.

Le determinanti principali dell'occupazione e dei redditi reali nel lungo periodo sono rappresentate dalla tecnologia, dagli andamenti demografici e da tutti gli aspetti del quadro istituzionale di un'economia, in particolare: diritti di proprietà, politica fiscale, politiche di *welfare* e altre norme che incidono sulla flessibilità dei mercati e sugli incentivi a fornire lavoro e capitale e a investire in risorse umane.

## L'inflazione è in ultima analisi un fenomeno monetario

L'inflazione è un fenomeno sostanzialmente monetario. Come conferma una serie di studi empirici, periodi protratti di inflazione elevata tendono a coincidere con fasi di consistente crescita della moneta (cfr. la figura seguente). I possibili effetti sui prezzi esercitati da altri fattori (quali le variazioni della domanda aggregata, il progresso tecnologico o gli shock riguardanti i corsi delle materie prime) entro orizzonti temporali più brevi possono essere compensati nel tempo mediante adeguati aggiustamenti della politica monetaria. Questo equivale a dire che le banche centrali sono in grado di controllare l'andamento tendenziale dei prezzi o dell'inflazione nel più lungo periodo.

Questa breve panoramica ha affrontato una serie di aspetti che potrebbero richiedere un maggiore approfondimento. Poiché l'inflazione è in definitiva un fenomeno monetario, appare necessario spiegare meglio il modo in cui la politica monetaria influisce sull'economia e in ultima istanza sull'evoluzione dei prezzi. La spiegazione sarà articolata in tre fasi. Dopo una discussione della maniera in cui la politica monetaria può influire sui tassi di interesse (sezione 4.2), verrà esaminato il meccanismo mediante il quale il variare dei tassi può ripercuotersi sulle decisioni di spesa di consumatori e imprese (sezione 4.3). Infine, sarà analizzato il modo in cui queste variazioni della domanda aggregata si riflettono sui prezzi e, in tale contesto, verranno descritti altri fattori, non monetari né reali, che possono incidere sui prezzi a più breve termine. Può risultare altresì utile comprendere l'offerta e la domanda complessive o aggregate di beni in un'economia (cfr. riquadro 4.2) e distinguere tra gli effetti di breve e di lungo periodo (sezioni 4.4 e 4.5).



Una politica monetaria in grado di mantenere in modo credibile la stabilità dei prezzi ha un importante effetto positivo sul benessere collettivo.

<sup>9</sup> Per fattori di offerta si intendono quei fattori (in particolare la quantità e la qualità di capitale e lavoro, il progresso tecnologico e l'impostazione delle politiche strutturali) che determinano l'offerta di beni e servizi in una determinata economia.

# I FATTORI CHE DETERMINANO

## 4.2 LA MONETA E I TASSI DI INTERESSE: COME PUÒ LA POLITICA MONETARIA INFLUENZARE I TASSI DI INTERESSE?

La banca centrale fissa i tassi di interesse nominali a breve applicati alle banche che ricorrono al suo finanziamento. Tale ricorso è dettato dalla necessità di procurarsi banconote per i propri clienti e di ottemperare all'obbligo di riserva mediante i depositi detenuti presso la banca centrale.

Come unica emittente di banconote (e riserve bancarie), per meglio dire fornitrice monopolistica della base monetaria, la banca centrale determina i tassi ufficiali, cioè i tassi di interesse nominali a breve sui prestiti concessi alle banche. Le attese circa l'andamento futuro di questi tassi possono a loro volta influire su tutta una serie di tassi di interesse bancari e di mercato di più lungo periodo.

## 4.3 L'IMPATTO DELLE VARIAZIONI DEI TASSI DI INTERESSE SULLE DECISIONI DI SPESA DEI CONSUMATORI E DELLE IMPRESE

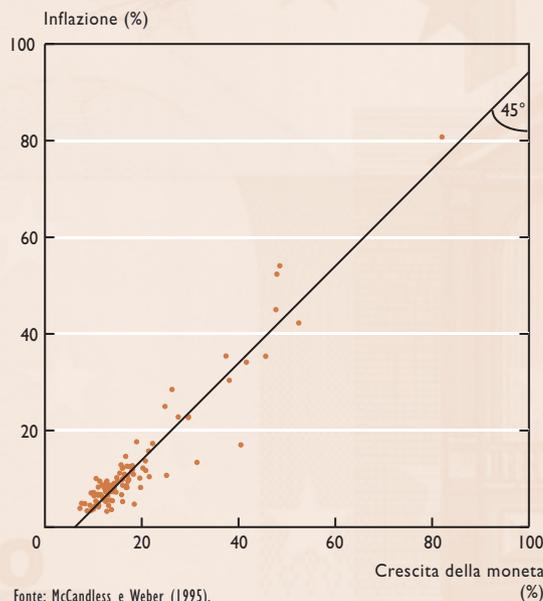
Dal punto di vista delle famiglie, l'innalzamento dei tassi di interesse reali accresce la propensione al risparmio, poiché aumenta la remunerazione di quest'ultimo in termini di consumi futuri. Tende pertanto a indurre un calo dei consumi correnti e un incremento del risparmio. Dal punto di vista delle imprese, a parità di altre condizioni, tassi di interesse reali più elevati deprimono gli investimenti, in quanto riducono il numero di progetti di investimento in grado di offrire remunerazioni sufficienti a coprire il maggior costo del capitale.

In sintesi, un rialzo dei tassi riduce l'appetibilità dei consumi correnti per le famiglie e scoraggia gli investimenti correnti delle imprese. Gli effetti su famiglie e imprese mostrano come, se le altre variabili restano costanti, un aumento dei tassi di interesse reali determinato dalla politica monetaria si traduca in una contrazione della spesa corrente riferita all'economia nel suo insieme. Una modifica in questo senso della politica monetaria provoca una flessione della domanda aggregata e di conseguenza viene spesso definita dagli economisti come "inasprimento".

È importante capire che i suddetti effetti non sono immediati. Potrebbero passare dei mesi prima che un'impresa riesca a impostare un nuovo piano di investimenti, o persino degli anni nel caso di investimenti per la realizzazione di nuovi impianti o l'ordinazione di apparecchiature particolari. Anche gli investimenti in edilizia abitativa reagiscono con un certo ritardo. Inoltre, molti consumatori non adeguano immediatamente i propri piani al variare dei tassi di interesse.

FIGURA: MONETA E INFLAZIONE

Tassi di crescita medi sui dodici mesi di M2 e dei prezzi al consumo nel periodo 1960-90 in 110 paesi.



# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

Di fatto, si ritiene generalmente che il processo complessivo di trasmissione della politica monetaria richieda del tempo e che pertanto quest'ultima non sia in grado di controllare il livello generale della domanda di beni e servizi nel breve periodo. In altri

termini, esiste un notevole sfasamento temporale fra il momento in cui la politica monetaria viene modificata e quello in cui tale modifica si ripercuote sull'economia.

## RIQUADRO 4.1 PERCHÉ LE BANCHE CENTRALI SONO IN GRADO DI INFLUENZARE I TASSI DI INTERESSE REALI (EX ANTE): LA "VISCHIOSITÀ" DEI PREZZI

Come è già stato illustrato in maggiore dettaglio nel riquadro 3.2, il tasso di interesse reale *ex ante* di una determinata attività finanziaria è il rendimento reale che si prevede di ottenere dalla stessa e viene definito come la differenza fra il tasso di interesse nominale e quello di inflazione atteso nel periodo di durata dell'attività. La politica monetaria influisce sui tassi di interesse reali a breve sia in quanto determina i tassi di interesse nominali a breve termine sia per il fatto che i prezzi sono poco reattivi ("vischiosi") nel breve periodo.

Cosa si intende per "vischiosità dei prezzi"? L'evidenza empirica dimostra che gran parte dei prezzi resta invariata per un certo periodo, nel senso che molto spesso le imprese non li adeguano immediatamente alle variazioni della domanda o dell'offerta. Benché alcuni prezzi, come quello del petrolio, siano corretti con notevole frequenza, gli altri cambiano su base soltanto mensile o annuale. Tale rigidità è riconducibile a varie motivazioni. Anzitutto, i prezzi sono a volte stabiliti mediante contratti a lungo termine fra imprese e clienti al fine di ridurre le incertezze e i costi connessi a trattative frequenti. In secondo luogo, possono essere mantenuti costanti dalle imprese per non irritare la clientela abituale con ritocchi continui. Un terzo elemento va ricercato nella struttura stessa dei mercati

e nei costi connessi, ad esempio, alla modifica di un listino prezzi già stampato e pubblicato. Infine, anche il semplice ricalcolo dei prezzi comporta dei costi. Sul lungo periodo, invece, i prezzi si adeguano alle nuove condizioni della domanda e dell'offerta e risultano pertanto pienamente flessibili<sup>10</sup>.

Si ipotizzi ora un aumento dell'offerta di moneta da parte della banca centrale, ad esempio mediante l'emissione di ulteriori banconote e l'acquisto di titoli di Stato. Poiché si è disposti a detenere quantitativi superiori di moneta e a ridurre le proprie disponibilità di titoli di Stato solo in presenza di un calo di rendimento (cioè del tasso di interesse) di questi ultimi, alla maggiore offerta di moneta deve corrispondere una riduzione del tasso di interesse nominale. La vischiosità dei prezzi sul breve periodo comporta che in tale contesto le attese di inflazione a breve termine restano sostanzialmente invariate. Di conseguenza, una variazione dei tassi di interesse nominali a breve termine si traduce in una correzione del tasso di interesse reale atteso *ex ante* (cfr. riquadro 3.2). Pertanto, la politica monetaria è in grado di influire sui tassi di interesse reali attesi o *ex ante* degli strumenti a breve termine.

<sup>10</sup> A eccezione dei prezzi amministrati, che di norma variano molto raramente.

# 4



# I FATTORI CHE DETERMINANO

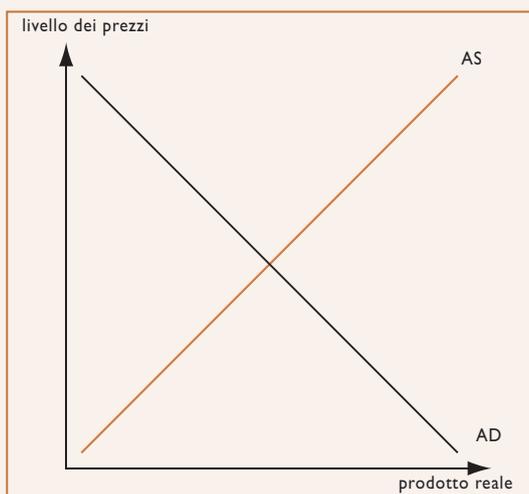
## RIQUADRO 4.2 L'INCIDENZA DELLE VARIAZIONI DELLA DOMANDA AGGREGATA SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA E SULL'EVOLUZIONE DEI PREZZI

Per illustrare agevolmente il modo in cui le variazioni della domanda aggregata influiscono sui prezzi è possibile ricorrere a un modello semplice che prenda in esame la domanda e l'offerta aggregate nell'insieme dell'economia. Ai fini di questo esercizio, l'analisi sarà mantenuta su un livello di relativa semplicità e si avvarrà dell'utilizzo di alcuni grafici. Il modello intende sostanzialmente descrivere la relazione esistente fra la quantità reale di beni e di servizi offerta e richiesta in un'economia e il livello aggregato dei prezzi.

### Domanda e offerta aggregate: l'equilibrio di breve periodo

La figura 1 descrive l'andamento della domanda aggregata (*aggregate demand*, AD) e dell'offerta aggregata (*aggregate supply*, AS) collocando il livello dei prezzi sull'asse delle ordinate e il prodotto in termini reali su quello delle ascisse.

**FIGURA 1: DOMANDA AGGREGATA E OFFERTA AGGREGATA DI BREVE PERIODO**



### La domanda aggregata e il livello dei prezzi

Per conoscere l'andamento della domanda aggregata occorre analizzare l'evoluzione delle decisioni di spesa in termini reali al mutare del livello dei prezzi, ipotizzando che le altre variabili economiche restino immutate. Può essere dimostrato che la curva della domanda aggregata ha un'inclinazione negativa. Si considerino a titolo di esempio la domanda e l'offerta di saldi monetari reali. A parità di offerta nominale di moneta, un rialzo dei prezzi riduce i saldi monetari reali e di conseguenza il numero di transazioni che è possibile finanziare, mentre un ribasso degli stessi provoca effetti opposti e determina pertanto una maggiore domanda di produzione in termini reali.

### L'offerta aggregata e il livello dei prezzi nel breve periodo

Con l'espressione "offerta aggregata" si designa l'offerta di beni e servizi prodotti dalle imprese. Occorre anzitutto conoscere la relazione fra il livello generale dei prezzi e quello complessivo del prodotto sul breve periodo, ipotizzando che gli altri fattori, quali la tecnologia produttiva e i salari nominali, restino immutati. In che modo una variazione del livello dei prezzi influisce sulla produzione in termini reali? Se i salari nominali restano invariati, un rialzo dei prezzi determinerà sostanzialmente un calo dei salari reali. Ciò renderà più profittevole per le imprese assumere altri lavoratori e accrescere la produzione. In altri termini, i salari reali sono una determinante fondamentale dell'occupazione. Se tutti gli altri fattori (quali la tecnologia produttiva e i salari nominali) restano invariati, un rialzo dei prezzi induce quindi le

# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

4

imprese ad accrescere il numero di occupati e la produzione. Pertanto, sul breve periodo la curva dell'offerta aggregata risulta inclinata verso l'alto.

L'intersezione fra le due curve costituisce quello che gli economisti definiscono "punto di equilibrio", concetto economico fondamentale utilizzato per descrivere quelle situazioni in cui i desideri delle forze di mercato coincidono e non esiste pertanto la tendenza a ulteriori variazioni. In questo caso specifico il punto di equilibrio determina il livello dei prezzi e quello del prodotto esistenti in un momento dato in un'economia.

Cosa succede in caso di squilibrio? Si immagina un'economia in cui il livello dei prezzi sia superiore a quello di equilibrio. In tale situazione, l'offerta e la domanda aggregata si collocherebbero rispettivamente al di sopra e al di sotto del punto di equilibrio. Ne conseguirebbe una domanda inferiore all'offerta, che indurrebbe alcuni fornitori ad abbassare i prezzi. Ciò comporterebbe a sua volta un aumento della domanda aggregata. Nel contempo, alla riduzione dei prezzi farebbe seguito un aumento dei salari reali, in quanto quelli nominali restano invariati nel breve periodo. Inoltre, poiché questi ultimi rappresentano un costo per le imprese, si osserverebbe una tendenza a ridimensionare la produzione abbassando l'offerta aggregata. Il processo proseguirebbe fino al raggiungimento di una nuova situazione di equilibrio, nella quale i *desiderata* e i piani di acquirenti e venditori coinciderebbero a un determinato livello di prezzo e di prodotto.

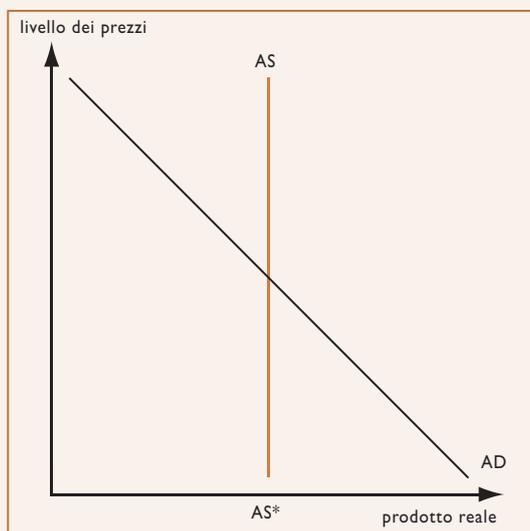
## L'offerta aggregata nel lungo periodo

Finora si è fatto riferimento alla curva dell'offerta di breve periodo perché gli effetti positivi di un livello più elevato dei prezzi sul prodotto in termini reali durano soltanto finché i salari nominali, e di conseguenza anche quelli reali, restano invariati. In realtà, i salari nominali vengono di norma stabiliti con frequenza più o meno annuale o al massimo biennale. Ove non accettino la riduzione dei salari reali provocata dall'aumento dell'inflazione, lavoratori o sindacati saranno indotti ad avvalersi della successiva contrattazione salariale per richiedere una compensazione sotto forma di incrementi retributivi. Se ciò riporterà i salari reali sui livelli precedenti l'aumento dei prezzi e se nel contempo la tecnologia produttiva resterà immutata, le imprese non riterranno più profittevole mantenere i più elevati livelli di produzione e occupazione e li ridurranno di conseguenza. In altri termini, nel lungo periodo l'inflazione non erode i salari reali e non influisce né sull'occupazione né sulla produzione. Ciò vuol dire che in tale orizzonte temporale la curva dell'offerta aggregata è verticale.

# I FATTORI CHE DETERMINANO

## L'equilibrio di lungo periodo

**FIGURA 2: DOMANDA AGGREGATA E OFFERTA AGGREGATA DI LUNGO PERIODO**



L'intersezione della curva AS con l'asse delle ascisse (rappresentata con **AS\*** nella figura 2) viene chiamata dagli economisti "prodotto potenziale" e rappresenta il valore dei beni e dei servizi finali prodotti quando le risorse dell'economia sono pienamente utilizzate, dato lo stato corrente della tecnologia e le caratteristiche strutturali dell'economia, quali la normativa del mercato del lavoro e i regimi fiscali, pensionistici e previdenziali.

Sono stati finora discussi i movimenti lungo le curve a parità di tutti i fattori diversi dai prezzi e dal prodotto reale. Occorre adesso capire cosa succede al variare di questi altri fattori. Sostanzialmente, tali variazioni determinano uno spostamento delle curve verso destra o verso sinistra.

## Fattori che influiscono sulla domanda aggregata e sull'offerta aggregata

Stando al modello utilizzato in questo esercizio, la combinazione livello dei prezzi/reddito reale che si verifica in un'economia in un momento dato dipende evidentemente dall'interazione fra la domanda aggregata e l'offerta aggregata. Ciò solleva interrogativi quanto ai fattori che determinano la traslazione delle due curve.

Inducono un aumento della domanda aggregata (determinando uno spostamento della curva **AD** verso l'esterno o verso destra) fenomeni quali l'espansione della spesa pubblica, la riduzione del carico impositivo, il deprezzamento della valuta nazionale e l'incremento della ricchezza in termini reali, ossia il rincaro dei titoli azionari e dei terreni, con la conseguente crescita dei consumi privati e della spesa per investimenti.

Anche le aspettative influiscono sui consumi privati e sugli investimenti. Se ad esempio le imprese si attendono una maggiorazione degli utili, tenderanno ad accrescere la spesa per investimenti. Analogamente, se le famiglie prevedono che incrementi della produttività del lavoro determinino un aumento dei redditi in termini reali, accresceranno la spesa per consumi. Per questo motivo, al miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e degli investitori fa generalmente riscontro un aumento della domanda aggregata.

Per quanto riguarda gli effetti della politica monetaria, è possibile osservare come l'incremento dell'offerta di moneta e la connessa riduzione dei tassi di interesse in termini reali provochino un'espansione della domanda aggregata e di conseguenza uno spostamento verso destra della relativa curva<sup>11</sup>.

# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

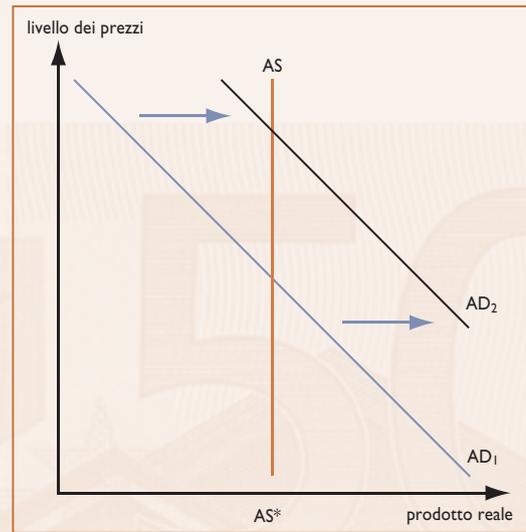
Allo stesso modo, variazioni di segno opposto fanno diminuire la domanda aggregata (e quindi spostare verso sinistra la curva **AD**).

Con riferimento all'offerta aggregata, appare evidente che l'aumento dei prezzi dei fattori produttivi, quali i salari, o del petrolio determina una traslazione della curva verso sinistra. I progressi tecnologici o gli incrementi di produttività la spostano invece verso destra poiché, a parità di manodopera, consentono di accrescere la produzione senza aumentare i costi.

L'analisi dimostra come spostamenti della curva dell'offerta e/o della domanda possano indurre variazioni del livello generale dei prezzi. Ad esempio, se tutti gli altri fattori rimangono stabili, un calo dell'offerta aggregata (vale a dire uno spostamento verso sinistra della curva **AS**) sarà accompagnato nel breve periodo da una diminuzione del prodotto in termini reali e da un concomitante aumento dei prezzi, mentre un incremento della domanda (spostamento verso destra della curva **AD**) si tradurrà, sempre a breve termine, in un'espansione dell'attività in termini reali e in un incremento dei prezzi.

Il modello riferito al lungo periodo illustra come, in tale orizzonte temporale, l'andamento della domanda aggregata sia fondamentale per la determinazione del livello generale dei prezzi in un'economia. Se la curva dell'offerta aggregata è verticale, le variazioni della domanda aggregata influiranno sui prezzi ma non sul prodotto. Ove, ad esempio, l'offerta di moneta dovesse aumentare, la curva della domanda aggregata si sposterebbe verso destra e, sul lungo periodo, l'economia troverebbe un nuovo equilibrio con prezzi più elevati a fronte di un livello invariato di produzione in termini reali.

**FIGURA 3: VARIAZIONI DELLA DOMANDA AGGREGATA E DELL'OFFERTA AGGREGATA DI LUNGO PERIODO**



L'inflazione è stata definita come un aumento generalizzato dei prezzi dei beni e dei servizi. Pertanto, si verifica soltanto quando la domanda aggregata continua ad aumentare nel tempo. A sua volta, ciò è possibile esclusivamente se la politica monetaria asseconda tale andamento mantenendo bassi i tassi di interesse e alti i livelli di crescita della moneta.

11 Gli economisti esprimono spesso il calo della domanda di moneta in termini di aumento della velocità di circolazione della moneta. Quest'ultima variabile può essere definita come la velocità con la quale la moneta viene trasferita tra i vari detentori e determina pertanto la quantità di moneta necessaria per un determinato livello di transazioni. Di fatto, i due fenomeni vanno considerati come due facce della medesima medaglia. Se a parità di offerta di moneta si riduce la disponibilità a detenere contante, lo stock di moneta disponibile dovrà cambiare di mano più spesso e quindi circolare di più. Ciò equivale a dire che aumenta la velocità di circolazione della moneta. Questo concetto sarà affrontato in maggiore dettaglio nel prosieguo del testo.

# I FATTORI CHE DETERMINANO

## 4.4 I FATTORI ALLA BASE DELL'EVOLUZIONE DEI PREZZI IN UN ORIZZONTE DI PIÙ BREVE PERIODO

Nella parte che segue saranno esaminati alcuni fattori alla base dell'andamento dei prezzi nel breve periodo. Come illustrato in maggiore dettaglio nel riquadro 4.2, l'inflazione (vale a dire un aumento sostenuto del livello dei prezzi) è riconducibile all'effetto separato o congiunto di due cause. I prezzi di norma aumentano se in media aumenta la domanda aggregata o diminuisce l'offerta. In altri termini, possono determinarsi spinte inflazionistiche se intervengono cambiamenti (gli economisti parlano spesso di "shock" per riferirsi a variazioni inattese degli andamenti economici) che inducono i consumatori ad aumentare le proprie spese o le imprese a ridurre la produzione. Nella letteratura economica il primo caso, in cui l'inflazione è provocata dall'aumento della domanda, è spesso definito "inflazione da domanda" mentre il secondo, nel quale l'aumento dei costi determina una contrazione dell'offerta, e di conseguenza genera inflazione, prende il nome di "inflazione da costi". Si verifica il contrario, vale a dire emergono pressioni deflazionistiche, quando diminuisce la domanda aggregata o aumenta l'offerta aggregata. In generale, la politica monetaria deve spesso reagire a tali andamenti per poter garantire la stabilità dei prezzi. In caso di pressioni inflazionistiche, la banca centrale aumenta di norma i tassi di interesse (reali) per evitare che tali pressioni si traducano in scostamenti più persistenti dal livello di stabilità dei prezzi.

In un contesto di inflazione da domanda, qualunque fattore che accresca la domanda aggregata può provocare un incremento dei prezzi. A parte la politica monetaria, che determina un incremento dell'offerta di moneta, i fattori più significativi

sono tuttavia rappresentati dall'aumento degli acquisti da parte delle amministrazioni pubbliche, dal deprezzamento del cambio e dall'intensificarsi delle pressioni provocate dalla domanda estera di beni nazionali (esportazioni). Anche un miglioramento del clima di fiducia può modificare il livello di domanda aggregata. È ad esempio probabile che le imprese siano indotte ad accrescere i propri investimenti in previsione di un aumento futuro degli utili. Le variazioni della domanda aggregata fanno di norma salire il livello dei prezzi e, temporaneamente, la produzione aggregata (cfr. riquadro 4.2).

Quali sono esattamente i fattori che determinano una riduzione dell'offerta aggregata e pertanto un rialzo dei prezzi nel breve periodo? Le principali motivazioni alla base del calo dell'offerta aggregata sono la flessione della produttività, gli aumenti dei costi di produzione (ad esempio gli incrementi dei salari reali e dei prezzi delle materie prime, in particolare del petrolio) e l'aggravarsi del carico fiscale imposto alle imprese dai governi. Se tutti gli altri fattori restano invariati, maggiori sono i costi di produzione minori saranno i quantitativi prodotti allo stesso prezzo.

Se a fronte di un determinato livello dei prezzi aumentano i salari o i costi di materie prime quali il petrolio, le imprese dovranno ridurre il numero di dipendenti e ridimensionare la produzione. Poiché questo costituisce il risultato di effetti dal lato dell'offerta, l'inflazione che ne consegue viene spesso definita "da costi".

L'aumento dei prezzi degli *input* può essere causato da varie circostanze, come ad esempio un'offerta di materie prime quali il petrolio inferiore alle attese o un'espansione della

# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI

# 4

domanda mondiale di materie prime. Anche gli aumenti dei salari reali non accompagnati da incrementi di produttività fanno scendere l'offerta aggregata e l'occupazione. Gli incrementi retributivi possono essere la conseguenza di una minore offerta di manodopera, a sua volta provocata ad esempio da modifiche al quadro normativo, quali l'aumento della tassazione applicata ai redditi da lavoro, che hanno per effetto la riduzione degli incentivi al lavoro. Anche il maggiore potere contrattuale dei sindacati può determinare salari più elevati in termini reali.

Se i fattori sopra descritti funzionano in senso opposto, si verifica un aumento dell'offerta aggregata. Ad esempio, a parità di altre condizioni, un incremento di produttività riconducibile, poniamo, al progresso tecnologico farà diminuire i prezzi e aumentare l'occupazione sul breve periodo perché accrescerà la convenienza ad assumere nuovi lavoratori a un livello salariale determinato. Ove tuttavia i salari reali crescessero in linea con la produttività, il livello di occupazione resterebbe invariato.

## Il ruolo delle attese di inflazione

Nelle contrattazioni salariali fra imprese e lavoratori e nella definizione dei prezzi da parte delle imprese si tiene spesso conto del possibile livello di inflazione nel periodo successivo, ad esempio un anno. Le attese di inflazione influiscono sulla definizione degli accordi salariali in quanto un incremento futuro dei prezzi riduce la quantità di beni e servizi che sarà possibile acquistare con un determinato salario nominale. Pertanto, se si attendono tassi di inflazione elevati, i lavoratori possono essere indotti a richiedere incrementi salariali nominali maggiori in sede di contrattazione. Accordi salariali basati su tali attese fanno aumentare i costi delle imprese, che potrebbero essere trasferiti ai clienti sotto forma di

prezzi più alti. Considerazioni analoghe valgono per la definizione dei prezzi da parte delle imprese. Poiché numerosi prezzi singoli restano fissi per un determinato periodo, ad esempio un mese o un anno (cfr. riquadro 4.1), le imprese che avevano in programma la pubblicazione di un nuovo listino potrebbero innalzare i prezzi con effetto immediato se prevedono aumenti del livello generale dei prezzi o dei salari. I comportamenti di chi si attende un incremento futuro dell'inflazione possono pertanto determinare essi stessi tale incremento nell'immediato. Anche per questo motivo è molto importante che la politica monetaria risulti credibile nel suo obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi: in tal modo, infatti, essa consente di stabilizzare le attese di inflazione nel più lungo periodo su livelli contenuti in linea con la stabilità dei prezzi.

Sono diversi i fattori e gli shock che, nell'insieme, possono influire sul livello dei prezzi nel breve periodo. Ne costituiscono un esempio gli andamenti della domanda aggregata e delle sue varie componenti, ivi compresa la politica di bilancio. Altri potrebbero essere rappresentati dalle variazioni dei prezzi degli *input*, dei costi e della produttività, dall'evoluzione del tasso di cambio e dagli andamenti dell'economia mondiale. Tutti questi fattori sono potenzialmente in grado di influire sull'attività reale e sui prezzi entro orizzonti temporali più brevi. Cosa succede tuttavia a più lungo termine?

Questo interrogativo induce a esaminare un'ulteriore distinzione importante operata di norma dagli economisti, vale a dire quella fra il breve e il lungo periodo (cfr. riquadro 4.2).



L'aumento della domanda estera di esportazioni potrebbe influire sui livelli correnti di consumo e investimento.

# I FATTORI CHE DETERMINANO

## 4.5 I FATTORI ALLA BASE DELL'EVOLUZIONE DEI PREZZI IN UN ORIZZONTE DI PIÙ LUNGO PERIODO

Qual è l'importanza relativa dei suddetti fattori per l'inflazione su orizzonti più lunghi? In altri termini: influiscono tutti allo stesso modo sulle tendenze inflazionistiche? La risposta è chiaramente negativa. Come verrà dimostrato, la politica monetaria svolge un ruolo fondamentale in questo senso.

Nei paragrafi precedenti è stato già spiegato che le modifiche all'orientamento della politica monetaria richiedono da uno a tre anni circa per determinare effetti sui prezzi. Di conseguenza, la politica monetaria non è in grado di evitare che sviluppi o shock inattesi riguardanti l'economia reale si ripercuotano nel breve periodo sull'inflazione. Gran parte degli economisti concorda, tuttavia, nell'affermare che la politica monetaria è in grado di controllare l'evoluzione dei prezzi sul più lungo periodo e pertanto anche la "tendenza" dell'inflazione, vale a dire la variazione del livello dei prezzi una volta che l'economia ha pienamente assorbito i fattori di disturbo di breve periodo.

Nel lungo periodo i prezzi sono flessibili e in grado di rispondere pienamente alle variazioni della domanda e dell'offerta. A breve termine, tuttavia, molti prezzi singoli sono vischiosi e rimangono per qualche tempo invariati (cfr. riquadro 4.1).

Come influisce questa distinzione sui nostri risultati? Senza entrare in dettagli eccessivi, è possibile affermare che il prodotto non dipende dal livello dei prezzi nel lungo periodo. Esso è funzione dello stock di capitale esistente, della forza lavoro disponibile e della qualità di quest'ultima, delle

politiche strutturali che influiscono sugli incentivi a lavorare e a investire, e degli sviluppi tecnologici in campo produttivo. In altri termini, il livello di produzione nel lungo periodo dipende da una serie di fattori reali o dal lato dell'offerta che determinano la posizione esatta della curva dell'offerta aggregata.

L'altra curva che determina lo stato di equilibrio dell'economia è quella della domanda aggregata. Come si è visto in precedenza, la domanda aggregata può aumentare per effetto di una serie di fattori – quali gli incrementi della spesa delle amministrazioni pubbliche, l'aumento della domanda estera di esportazioni e il miglioramento delle attese circa l'evoluzione della produttività – che potrebbero influire sui livelli correnti di consumo e di investimento. Appare tuttavia ovvio come, benché molti di questi fattori possano aumentare anche per un periodo prolungato, su orizzonti temporali lunghi un incremento sostenuto del livello generale dei prezzi possa essere determinato soltanto da una politica monetaria fortemente e costantemente espansiva. Ciò viene frequentemente espresso con la nota frase secondo la quale "l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario". Di fatto, una serie di studi empirici ha fornito riscontri a favore di tale ipotesi. Sul più lungo periodo, quindi, i processi inflazionistici sono innescati da un aumento sostenuto dell'offerta di moneta equivalente a un indirizzo monetario fortemente espansivo. In un'ottica a più lungo termine, sono quindi le decisioni di politica monetaria a determinare se l'inflazione viene mantenuta bassa o lasciata libera di aumentare. In altre parole, una banca centrale che controlli l'offerta di moneta e il tasso di interesse a breve termine è in grado di controllare il tasso di inflazione su orizzonti temporali più lunghi. Se la banca mantiene i tassi a breve termine su livelli troppo bassi e nel contempo accresce eccessivamente

# L'EVOLUZIONE DEI PREZZI



l'offerta di moneta, anche il livello dei prezzi salirà rapidamente. Questo semplice risultato viene illustrato da un concetto economico fondamentale che affronta in maggiore dettaglio la relazione fra moneta e prezzi, ossia dalla teoria quantitativa della moneta (cfr. il riquadro 4.3).

## RIQUADRO 4.3 LA TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA

Secondo un'identità generalmente nota come equazione quantitativa, la variazione dello stock di moneta ( $\Delta M$ ) in un'economia è pari alla differenza fra la variazione delle transazioni nominali (approssimata dalla somma della variazione dell'attività reale ( $\Delta YR$ ) e di quella del livello dei prezzi ( $\Delta P$ )) e la variazione della velocità di circolazione della moneta ( $\Delta V$ ). Quest'ultima variabile può essere definita come la velocità con cui la moneta viene trasferita fra vari detentori e determina pertanto la quantità di moneta necessaria per un dato livello di transazioni nominali<sup>12</sup>. In breve:

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Questa relazione, che prende il nome di identità, è evidentemente valida sempre e comunque. Di conseguenza, non fornisce alcuna informazione in merito alla causalità. Un'idea riguardo a quest'ultima può essere ottenuta soltanto tenendo conto di ulteriori ipotesi circa le determinanti delle variabili. In particolare, le due ipotesi descritte di seguito consentono di trasformare l'equazione quantitativa nella teoria quantitativa. In

primo luogo, sul lungo periodo si può ipotizzare che il prodotto sia determinato da fattori dell'economia reale quali le opportunità produttive di una collettività e i gusti e le preferenze della stessa. In secondo luogo, sempre nel lungo periodo, si ritiene che la velocità di circolazione della moneta sia funzione delle prassi di pagamento, delle disposizioni finanziarie ed economiche che disciplinano le transazioni e dei costi e dei rendimenti connessi alla detenzione di moneta rispetto ad altre attività. Di conseguenza, l'offerta di moneta, che è determinata dalle decisioni dell'autorità monetaria, è legata nel lungo periodo al livello dei prezzi. Detto altrimenti, su orizzonti temporali più estesi, il livello dei prezzi dipende direttamente dalle variazioni della quantità di moneta e varia in misura proporzionale al variare di quest'ultima.

Pertanto, l'istituzione che determina l'offerta di moneta, vale a dire la banca centrale, è in ultima istanza responsabile dell'andamento dell'inflazione sul più lungo periodo.

<sup>12</sup> Ciò è riconducibile al fatto che il termine sinistro dell'equazione costituisce nell'insieme la quantità di moneta utilizzata, mentre quello destro rispecchia il valore della transazione.



# LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

# 5.



Questo capitolo presenta informazioni approfondite riguardanti ad esempio la genesi dell'UEM, l'autorità responsabile della politica monetaria unica nell'area dell'euro, l'obiettivo dell'Eurosistema e il modo in cui quest'ultimo assolve il proprio mandato.

**5.1** presenta un breve *excursus storico*.

**5.2** illustra il quadro istituzionale.

**5.3** descrive la strategia di politica monetaria della BCE.

**5.4** verte sull'assetto operativo dell'Eurosistema.



# LA POLITICA MONETARIA

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

5.1 Cenni storici

5.2 Il quadro istituzionale

5.3 La strategia di politica monetaria della BCE

5.4 L'assetto operativo dell'Eurosistema

## 5.1 CENNI STORICI

### Gli antefatti: le tre fasi dell'Unione economica e monetaria

L'idea che l'Europa dovesse dotarsi di un sistema monetario unico, comune e stabile affonda le sue radici nel passato lontano (cfr. riquadro 5.1). Dopo un tentativo fallito agli inizi degli anni settanta, l'impulso decisivo al processo di integrazione fu dato nel giugno 1988 quando il Consiglio europeo confermò l'obiettivo della progressiva realizzazione di un'unione economica e monetaria e assegnò a un comitato guidato da Jacques Delors, all'epoca presidente della Commissione europea, il mandato di elaborare tappe concrete per il suo conseguimento. Con una relazione presentata nell'aprile 1989 ("Rapporto Delors"), il comitato propose l'introduzione dell'Unione economica e monetaria (UEM) attraverso tre fasi distinte ma progressive.

### La Prima fase dell'UEM

Attenendosi alle raccomandazioni del Rapporto Delors, nel giugno 1989 il Consiglio europeo decise che la Prima fase della realizzazione dell'UEM sarebbe iniziata il 1° luglio 1990. Nel contempo, esso conferì maggiori responsabilità al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità europea che, dal momento della sua istituzione nel maggio 1964, aveva svolto un ruolo di crescente importanza nel quadro della cooperazione monetaria.

Per la realizzazione della Seconda e della Terza fase era necessario modificare il Trattato che istituisce la Comunità europea ("Trattato di Roma") al fine di creare la necessaria infrastruttura istituzionale. Fu pertanto convocata una Conferenza intergovernativa sull'UEM, tenutasi nel 1991 parallelamente alla Conferenza intergovernativa sull'unione politica, alla quale il Comitato dei governatori presentò il progetto di Statuto del SEBC e della BCE. L'esito dei negoziati fu il Trattato sull'Unione europea: approvato nel dicembre 1991 e firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992, entrò in vigore soltanto il 1° novembre 1993 a causa dei ritardi nel processo di ratifica.

## RIQUADRO 5.1 LE TAPPE CHE HANNO CONDOTTO ALL'INTRODUZIONE DELL'EURO

- 1962** La Commissione europea formula la prima proposta ("Memorandum Marjolin") per un'unione economica e monetaria.
- mag. **1964** La cooperazione fra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea (CEE) viene istituzionalizzata mediante la creazione di un Comitato dei governatori di tali banche.
- 1970** Il Rapporto Werner definisce un piano per la realizzazione di un'unione economica e monetaria nella Comunità entro il 1980.
- apr. **1972** Viene introdotto un sistema (detto "serpente") per il progressivo assottigliamento dei margini di oscillazione fra le valute degli Stati membri della Comunità economica europea.
- apr. **1973** Nasce il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) con il compito di garantire il corretto funzionamento del serpente.
- mar. **1979** Viene costituito il Sistema monetario europeo (SME).
- feb. **1986** L'Atto unico europeo (AUE) viene firmato.
- giu. **1988** Il Consiglio europeo incarica un comitato di esperti presieduto da Jacques Delors ("Comitato Delors") di formulare proposte per la realizzazione dell'UEM.
- mag. **1989** Il "Rapporto Delors" è presentato al Consiglio europeo.
- giu. Il Consiglio europeo conviene sulla realizzazione dell'UEM in tre fasi.
- lug. **1990** Inizia la Terza fase dell'UEM.
- dic. Viene indetta una Conferenza intergovernativa per preparare la Seconda e la Terza fase dell'UEM.
- feb. **1992** Si firma il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht").
- ott. **1993** Francoforte sul Meno è la sede prescelta per ospitare l'Istituto monetario europeo (IME) e la Banca centrale europea (BCE); viene designato il presidente dell'IME.
- nov. Entra in vigore il Trattato sull'Unione europea.
- dic. Alexandre Lamfalussy è nominato presidente dell'istituendo IME.
- gen. **1994** Ha inizio la Seconda fase dell'UEM e viene istituito l'IME.
- dic. **1995** Il Consiglio europeo di Madrid decide il nome della moneta unica e definisce il programma per la sua adozione e per la sostituzione del contante.
- dic. **1996** L'IME presenta i disegni delle nuove banconote al Consiglio europeo.
- giu. **1997** Il Consiglio europeo adotta il "Patto di stabilità e crescita".
- mag. **1998** Viene deciso che Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia soddisfano i criteri necessari per l'adozione dell'euro quale moneta unica; sono nominati i membri del Comitato esecutivo della BCE.
- giu. Sono istituiti la BCE e il SEBC.
- ott. La BCE annuncia la strategia e l'assetto operativo per la politica monetaria unica che condurrà a partire dal gennaio 1999.
- gen. **1999** Inizia la Terza fase dell'UEM; l'euro diventa la moneta unica dell'area dell'euro; si fissano irrevocabilmente i tassi di cambio delle valute degli Stati partecipanti; viene condotta una politica monetaria unica per l'intera area dell'euro.
- gen. **2001** La Grecia diventa il dodicesimo Stato membro dell'area dell'euro.
- gen. **2002** L'euro entra in circolazione; vengono introdotte le banconote e le monete in euro, che dal 1° marzo diventano le uniche aventi corso legale nell'area.
- mag. **2004** Le banche centrali nazionali dei dieci nuovi Stati membri dell'UE entrano a far parte del SEBC.
- gen. **2007** Con l'ingresso nell'UE della Bulgaria e della Romania il numero di Stati membri sale a ventisette; nella stessa data le banche centrali nazionali dei due paesi vengono integrate nel SEBC. La Slovenia diventa il tredicesimo paese partecipante all'area dell'euro.
- gen. **2008** Con l'adesione di Cipro e Malta il numero di paesi partecipanti all'area dell'euro sale a quindici.

Fonte: Scheller (2004), pag. 16, aggiornamento dell'autore.

# LA POLITICA MONETARIA



Nel dicembre 1996 è stata presentata la serie di disegni selezionata per le banconote in euro.

## **La Seconda fase dell'UEM: istituzione dell'IME e della BCE**

La creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), il 1° gennaio 1994, segnò l'avvio della Seconda fase dell'UEM e determinò lo scioglimento del Comitato dei governatori. Il carattere transitorio dell'IME rifletteva anche lo stato di avanzamento dell'integrazione monetaria nella Comunità. L'IME non era responsabile della conduzione della politica monetaria nell'Unione europea, che rimaneva una prerogativa delle autorità nazionali, e non aveva competenza per effettuare operazioni in valuta.

Le sue due funzioni principali consistevano nel rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie e nello svolgere i preparativi necessari per la costituzione del SEBC, per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta comune nella Terza fase.

Nel dicembre 1995 il Consiglio europeo riunitosi a Madrid decise di denominare "euro" l'unità monetaria europea che sarebbe stata introdotta con l'avvio della Terza fase dell'UEM e confermò che quest'ultima avrebbe avuto inizio il 1° gennaio 1999. Per la transizione all'euro fu preannunciato un calendario di eventi, basato essenzialmente su proposte formulate dall'IME. Nel dicembre 1996, adempiendo al compito di predisporre le future relazioni monetarie e di cambio tra l'area dell'euro e gli altri paesi dell'UE, l'IME presentò al Consiglio europeo un rapporto che costituì la base per l'adozione, nel giugno 1997, di una risoluzione del Consiglio sui principi e sugli elementi fondamentali dei nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

Sempre nel dicembre 1996 l'IME presentò al Consiglio europeo, e successivamente al pubblico,

la serie di disegni selezionata per le banconote in euro da immettere in circolazione il 1° gennaio 2002.

Al fine di integrare e precisare le disposizioni del Trattato, nel giugno 1997 il Consiglio europeo adottò il Patto di stabilità e crescita volto a garantire la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM. Una dichiarazione del Consiglio del maggio 1998 completava il patto e ne ampliava gli impegni.

Il 2 maggio 1998 il Consiglio dell'Unione europea nella composizione dei capi di Stato o di governo decise che undici Stati membri – Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia – soddisfacevano le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica prevista per il 1° gennaio 1999.

Nel contempo, i ministri finanziari degli Stati membri che avevano adottato la moneta unica – insieme ai governatori delle rispettive banche centrali nazionali, alla Commissione europea e all'IME – decisero che per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione con l'euro sarebbero state utilizzate le parità centrali bilaterali delle valute degli Stati membri partecipanti al meccanismo di cambio dello SME.

Il 25 maggio 1998 i governi degli undici Stati membri partecipanti nominarono il Presidente, il Vicepresidente e gli altri quattro membri del Comitato esecutivo della BCE con effetto il 1° giugno 1998, data di istituzione della Banca.

Con l'istituzione della BCE, l'IME concluse il suo mandato e fu pertanto posto in liquidazione in conformità dell'articolo 123 del Trattato che istituisce la Comunità europea. Il lavoro preparatorio

affidato all'IME fu portato a termine nei tempi previsti; la BCE dedicò i restanti mesi del 1998 ai controlli finali delle procedure e dei sistemi adottati.

## **La Terza fase dell'UEM:**

### **fissazione irrevocabile dei tassi di cambio**

Il 1° gennaio 1999 ha avuto inizio la Terza e ultima fase dell'UEM, che ha comportato la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle valute dei primi undici Stati membri partecipanti all'Unione monetaria e la conduzione di una politica monetaria unica sotto la responsabilità della BCE. Il numero dei paesi partecipanti all'area dell'euro è aumentato a dodici il 1° gennaio 2001 con l'adesione della Grecia alla Terza fase, in seguito alla decisione adottata dal Consiglio dell'UE il 19 giugno 2000 che sanciva l'adempimento dei criteri di convergenza da parte di tale Stato membro. Con l'ingresso della Slovenia nel gennaio 2007, il novero dei paesi è quindi salito a tredici. Il 1° gennaio 2008 Cipro e Malta hanno aderito all'area dell'euro in base alla decisione del Consiglio dell'UE, del 10 luglio 2007, relativa all'abrogazione della deroga vigente per i due paesi.

## **5.2 IL QUADRO ISTITUZIONALE**

### **Il Sistema europeo di banche centrali**

La BCE è stata istituita il 1° giugno 1998 ed è una delle banche centrali più giovani al mondo. Essa ha tuttavia ereditato la credibilità e la competenza professionale delle banche centrali nazionali dei paesi partecipanti all'area dell'euro, assieme alle quali conduce la politica monetaria unica.

La base giuridica su cui si fondano la BCE e il SEBC è rappresentata dal Trattato che istituisce la Comunità europea, secondo il quale il SEBC è costituito dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) di tutti gli Stati membri dell'UE, ventisette dal 1° gennaio 2007. Lo Statuto del SEBC e della BCE è allegato al Trattato in forma di protocollo.

### **Mandato del SEBC**

Ai sensi del Trattato, "l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2". L'articolo 2 cita fra questi ultimi il conseguimento di "un elevato livello di occupazione [...], una crescita sostenibile e non inflazionistica, un alto grado di competitività e di convergenza dei risultati economici". Il Trattato stabilisce pertanto una chiara gerarchia di obiettivi, all'interno della quale attribuisce importanza primaria alla stabilità dei prezzi. Orientando la politica monetaria della BCE verso la stabilità dei prezzi, esso chiarisce che il suo conseguimento costituisce il contributo più importante della politica monetaria alla realizzazione di un contesto economico favorevole e di un elevato livello di occupazione.



# LA POLITICA MONETARIA

## L'Eurosistema...

Le quindici banche centrali nazionali dell'area dell'euro e la BCE costituiscono l'Eurosistema. Il termine è stato scelto dal Consiglio direttivo per designare la struttura mediante la quale il SEBC assolve i propri compiti nel contesto dell'area. Finché vi saranno Stati membri dell'UE che non hanno ancora adottato la moneta unica, la distinzione fra l'Eurosistema e il SEBC continuerà ad essere necessaria. Le BCN degli Stati membri dell'UE che non hanno ancora aderito all'area (dodici nel 2008) non partecipano al processo decisionale riguardante la politica monetaria unica; al

contrario, conducono ciascuno la propria politica monetaria. Se uno Stato membro dell'UE desidera adottare l'euro in una fase successiva dovrà prima soddisfare i criteri di convergenza (cfr. il riquadro 5.2 per una descrizione più dettagliata).

## RIQUADRO 5.2 I CRITERI DI CONVERGENZA

I requisiti per l'adozione dell'euro sono enunciati nell'articolo 121 del Trattato che istituisce la Comunità europea e nell'allegato Protocollo sui criteri di convergenza. Essi subordinano la realizzazione di un alto grado di convergenza duratura al soddisfacimento di quattro criteri: prezzi stabili, finanze pubbliche solide, rapporti di cambio non volatili e tassi di interesse convergenti.

L'articolo 121, paragrafo 1, primo trattino, del Trattato richiede "il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi" e aggiunge che "questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi". L'articolo 1 del Protocollo afferma inoltre: "il criterio relativo alla stabilità dei prezzi [...] significa che gli Stati membri hanno un andamento dei prezzi che è sostenibile ed un tasso medio d'inflazione che, osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame, non supera di oltre 1,5 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori

risultati in termini di stabilità dei prezzi. L'inflazione si misura mediante l'indice dei prezzi al consumo (IPC), calcolato su base comparabile, tenendo conto delle differenze delle definizioni nazionali".

L'articolo 121, paragrafo 1, secondo trattino, del Trattato prescrive "la sostenibilità della situazione della finanza pubblica" e aggiunge che "questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo secondo la definizione di cui all'articolo 104, paragrafo 6". In base all'articolo 2 del Protocollo, questo criterio significa inoltre che "al momento dell'esame, lo Stato membro non è oggetto di una decisione del Consiglio di cui all'articolo 104, paragrafo 6, del Trattato, circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo".

Ai sensi dell'articolo 104, paragrafi 1 e 2, del Trattato gli Stati membri "devono evitare disavanzi pubblici eccessivi. La Commissione [...] esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base dei due criteri seguenti:

a) se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento [posto pari al 3% del PIL dal Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi], a meno che

- il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento,
- oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;

b) se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento [posto pari al 60% del PIL dal Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi], a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato”.

L'articolo 121, paragrafo 1, terzo trattino, del Trattato sancisce “il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro”. Inoltre, secondo l'articolo 3 del Protocollo: “il criterio relativo alla partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo [...] significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, e, per lo stesso periodo, non deve avere svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun altro Stato membro”.

L'articolo 121, paragrafo 1, quarto trattino, del Trattato richiede “livelli dei tassi di interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro e della sua partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo”. L'articolo 4 del Protocollo afferma inoltre: “il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse [...] significa che il tasso d'interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si misurano sulla base delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali”.

Ai criteri economici sopra elencati se ne aggiunge uno di natura giuridica, il cui soddisfacimento impone agli Stati membri di assicurare che la legislazione nazionale, ivi compreso lo statuto della banca centrale nazionale, sia compatibile con il Trattato e lo Statuto del SEBC e della BCE. Conformemente al Trattato, almeno una volta ogni due anni o a richiesta di uno Stato membro con deroga, la Commissione e la BCE riferiscono al Consiglio dell'Unione europea sui progressi compiuti dagli Stati membri verso il soddisfacimento dei criteri di convergenza. Sulla base dei rapporti sulla convergenza presentati separatamente dalla BCE e dalla Commissione e di una proposta avanzata dalla Commissione, il Consiglio, dopo avere consultato il Parlamento europeo ed essersi riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, può decidere che un determinato Stato membro soddisfa le condizioni necessarie e autorizzare lo stesso ad aderire all'area dell'euro. Dall'avvio della Terza fase la BCE ha stilato rapporti sulla convergenza nel 2000, 2002, 2004, 2006 e 2007.

# LA POLITICA MONETARIA

## ... e i suoi compiti fondamentali

I compiti fondamentali dell'Eurosistema sono i seguenti:

- definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro;
- effettuare operazioni sui cambi, nonché detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi aderenti all'area dell'euro;
- promuovere l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento.

Esso inoltre:

- autorizza l'emissione di banconote all'interno dell'area dell'euro;
- formula pareri e viene consultato in merito a proposte di atti comunitari e progetti di disposizioni legislative nazionali;
- raccoglie le necessarie informazioni statistiche dalle autorità nazionali oppure direttamente dagli operatori economici, fra cui ad esempio le istituzioni finanziarie;
- contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.

## Il Consiglio direttivo

Il più alto organo decisionale della BCE è il Consiglio direttivo, che comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN dei paesi dell'area dell'euro (quindici nel 2008). Sia il Consiglio direttivo sia il Comitato esecutivo sono presieduti dal Presidente della BCE (cfr. la figura a fondo pagina).

Il compito fondamentale del Consiglio direttivo è formulare la politica monetaria per l'area dell'euro. In particolare, ha il potere di determinare i tassi di interesse ai quali gli enti creditizi possono ottenere liquidità (denaro) dall'Eurosistema. In tal modo, il Consiglio direttivo influisce indirettamente sui tassi di interesse in tutti i settori dell'economia all'interno dell'area, compresi quelli che le banche applicano sui prestiti accordati alla clientela e che i risparmiatori percepiscono sui propri depositi. Il Consiglio direttivo assolve i suoi compiti adottando indirizzi e decisioni.

FIGURA: GLI ORGANI DECISIONALI DELLA BCE



Fonte: Banca centrale europea (2004), *La politica monetaria della BCE*, pag. 11.

## Il Comitato esecutivo

Il Comitato esecutivo della BCE è composto dal Presidente, dal Vicepresidente e da altri quattro membri, tutti nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che formano l'area dell'euro. Esso è responsabile dell'attuazione della politica monetaria formulata dal Consiglio direttivo e fornisce alle BCN le istruzioni necessarie a tal fine. Inoltre, prepara le riunioni del Consiglio direttivo e gestisce le attività correnti della BCE.

## Il Consiglio generale

Il terzo organo decisionale della BCE è il Consiglio generale, in cui siedono il Presidente e il Vicepresidente della BCE, affiancati dai governatori o presidenti delle BCN dei ventisette Stati membri dell'UE. Tale organo non partecipa alle



decisioni concernenti la politica monetaria nell'area dell'euro. Esso contribuisce al coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri che non hanno ancora adottato la moneta unica e ai lavori preparatori in vista di un eventuale ampliamento dell'area dell'euro.

### **Indipendenza**

Esistono motivi validi per affidare il compito di mantenere la stabilità dei prezzi a una banca centrale indipendente non esposta a pressioni politiche. Conformemente alle disposizioni del Trattato che istituisce la Comunità europea, l'Eurosistema gode di piena autonomia nell'assolvimento dei propri compiti: né la BCE, né le BCN appartenenti all'Eurosistema, né i membri dei loro organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi della Comunità, così come i governi degli Stati membri, si impegnano a rispettare tale principio e a non cercare di influenzare in alcun modo i membri degli organi decisionali della BCE o delle BCN. Inoltre, il divieto di concedere prestiti agli organismi comunitari o agli enti pubblici nazionali rappresenta un ulteriore elemento di protezione dell'Eurosistema da interferenze politiche. L'Eurosistema dispone delle competenze e degli strumenti necessari per condurre una politica monetaria efficiente. I membri degli organi decisionali della BCE hanno un mandato a lungo termine, che può essere revocato solo per colpa grave o in caso di incapacità ad assolvere le proprie funzioni. Dotata di un bilancio proprio, separato da quello della Comunità europea, la BCE è pertanto in grado di mantenere la sua amministrazione indipendente dalle risorse finanziarie comunitarie.

### **Capitale della BCE**

Il capitale della BCE non proviene dalla Comunità europea: esso è stato sottoscritto e versato dalle BCN. L'ammontare della sottoscrizione di ciascuna BCN è determinato dalla quota relativa dello Stato di appartenenza sul prodotto interno lordo e sulla popolazione dell'Unione europea.

## **5.3 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE**

### **PRINCIPI GENERALI**

#### **Mandato e compiti della politica monetaria**

Il Trattato che istituisce la Comunità europea indica che "l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi" nell'area dell'euro.

La difficoltà del compito affidato alla BCE può essere espressa nei termini seguenti: per poter assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo, il Consiglio direttivo della BCE deve influire sulle condizioni del mercato monetario e di conseguenza sul livello dei tassi di interesse a breve termine. Sono di seguito illustrati alcuni presupposti fondamentali per un'efficace politica monetaria.

#### **La politica monetaria deve ancorare saldamente le aspettative di inflazione...**

Anzitutto, una politica monetaria che ancori saldamente le attese di inflazione risulta notevolmente più efficace (cfr. sezione 3.3). In questo senso, l'autorità responsabile per la sua conduzione deve definire ed elaborare i propri obiettivi, attenersi a una metodologia di attuazione coerente e sistematica e perseguire una politica di comunicazione chiara e aperta. Questi sono elementi fondamentali per il conseguimento di un livello elevato di credibilità, senza il quale non è possibile influire sulle attese degli operatori economici.

# LA POLITICA MONETARIA



La politica monetaria deve essere orientata al futuro...

## **... essere orientata al futuro...**

In secondo luogo, poiché il meccanismo di trasmissione agisce con un certo ritardo (cfr. sezione 4.3), una modifica apportata oggi alla politica monetaria influirà sul livello dei prezzi solo dopo vari trimestri o anni. Di conseguenza, le banche centrali devono individuare l'orientamento monetario necessario a mantenere la stabilità dei prezzi una volta che il suddetto meccanismo abbia esplicato i suoi effetti. In questo senso, la politica monetaria deve essere rivolta al futuro.

## **... essere incentrata sul medio periodo...**

Il fatto che i ritardi nel meccanismo di trasmissione non consentano alla politica monetaria di compensare sul breve periodo gli shock imprevisti che colpiscono il livello dei prezzi, ad esempio per il variare dei corsi internazionali delle materie prime o dell'imposizione indiretta, rende inevitabile una certa variabilità del tasso di inflazione nello stesso orizzonte temporale (cfr. sezione 4.4). Inoltre, per la complessità di tale meccanismo, esiste sempre un elevato grado di incertezza quanto agli effetti degli shock economici e della politica monetaria. Di conseguenza, la politica monetaria deve mantenere un orientamento a medio termine, in modo da evitare un eccessivo attivismo e l'introduzione di un'indesiderabile variabilità nell'economia reale.

## **... e di ampio respiro**

Infine, come qualunque altra banca centrale, anche la BCE opera in un contesto di notevole incertezza quanto, ad esempio, all'attendibilità degli indicatori economici, alla struttura dell'economia dell'area dell'euro e al meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per avere successo, quindi, la politica monetaria della BCE deve essere di ampio respiro e tenere conto di tutte le informazioni necessarie a comprendere i fattori alla base degli andamenti

economici senza limitarsi a un numero ristretto di indicatori o a un modello unico dell'economia.

## **Il ruolo della strategia: un quadro di riferimento articolato per le decisioni di politica monetaria**

Al fine di garantire un approccio coerente e sistematico alle decisioni in materia di politica monetaria e rispondere alle sfide cui è posta di fronte, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato e annunciato una strategia fondata sui principi generali descritti sopra. Tale strategia mira a fornire un quadro di riferimento articolato entro il quale assumere e comunicare al pubblico le decisioni concernenti il livello adeguato dei tassi di interesse a breve termine.

## **I principali elementi della strategia di politica monetaria della BCE**

La strategia di politica monetaria della BCE si fonda innanzitutto su una definizione quantitativa del concetto di stabilità dei prezzi. In secondo luogo, istituisce un quadro di riferimento inteso a garantire che il Consiglio direttivo valuti tutte le informazioni e le analisi necessarie per l'adozione di decisioni monetarie idonee a consentire il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Questi elementi caratterizzanti della strategia sono approfonditi nelle sezioni seguenti.

## LA DEFINIZIONE QUANTITATIVA DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

### Obiettivo primario

L'obiettivo primario dell'Eurosistema è assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in modo da preservare il potere d'acquisto della moneta unica. Come già indicato in precedenza, questo è il contributo più importante che la politica monetaria può fornire alla realizzazione di un contesto economico favorevole e di un livello elevato di occupazione. Tanto l'inflazione quanto la deflazione possono comportare costi ingenti per la collettività, sul piano sia economico sia sociale (cfr. in particolare la sezione 3.3). Fatto salvo tale obiettivo, l'Eurosistema sostiene le politiche economiche generali della Comunità e opera secondo i principi di un'economia di mercato aperta come sancito dal Trattato che istituisce la Comunità europea.

### La BCE ha definito la stabilità dei prezzi in termini quantitativi

Pur indicando chiaramente che il mantenimento della stabilità dei prezzi costituisce l'obiettivo primario della BCE, il Trattato non ne fornisce una definizione precisa. Per meglio specificarlo, nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la seguente definizione quantitativa: per stabilità dei prezzi si intende "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2%. La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Successivamente, nel 2003, esso ha inoltre precisato l'intenzione di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma "prossimi al 2% nel medio periodo".

### La definizione ancora le attese di inflazione e accresce la trasparenza e la responsabilità pubblica della BCE

Varie ragioni hanno indotto il Consiglio direttivo ad annunciare una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. La prima è rappresentata dalla volontà del Consiglio di chiarire la propria interpretazione dell'obiettivo assegnatogli dal Trattato, con il fine ultimo di agevolare la comprensione del quadro di politica monetaria e quindi di accrescere la trasparenza di tale politica. La seconda è costituita dalla necessità di offrire un termine di riferimento chiaro e misurabile rispetto al quale i cittadini possano giudicare l'operato della BCE. Ove l'andamento dei prezzi non risultasse conforme alla suddetta definizione, la BCE sarebbe infatti tenuta a rendere conto di tale difformità e a spiegare come intende ripristinare la stabilità dei prezzi entro un periodo di tempo accettabile. La terza va infine ricercata nel desiderio di orientare il pubblico, consentendogli di formarsi delle aspettative quanto all'andamento futuro dei prezzi (cfr. riquadro 3.2).



La definizione di stabilità dei prezzi orienta il pubblico, consentendogli di formarsi aspettative sull'andamento futuro dei prezzi.

# LA POLITICA MONETARIA

## Caratteristiche della definizione

### Applicazione estesa all'insieme dell'area dell'euro

Fra le caratteristiche salienti della definizione figura il fatto che, data l'estensione del mandato della BCE a tutta l'area dell'euro, le decisioni adottate nel contesto della politica monetaria unica sono intese a mantenere la stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area. Ciò costituisce la conseguenza naturale del fatto che, all'interno di un'unione valutaria, la politica monetaria è in grado di manovrare soltanto il livello medio dei tassi del mercato monetario dell'unione e non quello delle singole economie che la compongono.

## Utilizzo dello IAPC

La definizione individua inoltre nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro lo strumento adeguato per valutare l'effettivo conseguimento della stabilità dei prezzi. L'utilizzo di un indice ampio garantisce la trasparenza dell'impegno della BCE verso una protezione totale ed efficace contro eventuali perdite di potere d'acquisto della moneta (cfr. sezione 3.2).

Pubblicato dall'Eurostat, l'istituto statistico dell'Unione europea, lo IAPC rappresenta la misura fondamentale dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro. Esso è stato armonizzato tra i vari paesi dell'area al fine di consentire una misurazione su base comparabile e, rispetto agli altri indici esistenti, permette di meglio approssimare le variazioni nel tempo del prezzo di un paniere rappresentativo della spesa dei consumatori nell'area dell'euro (cfr. riquadro 5.3).

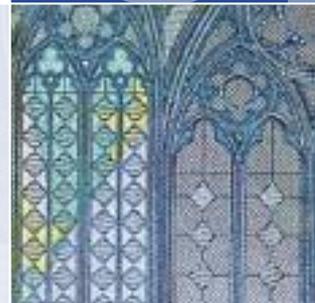
## RIQUADRO 5.3 LA COSTRUZIONE E LE CARATTERISTICHE DELLO IAPC

Il lavoro concettuale connesso alla compilazione dello IAPC per l'area dell'euro viene svolto dalla Commissione europea (Eurostat) in stretto collegamento con gli istituti nazionali di statistica. Data la sua importanza in quanto utilizzatore, la BCE (e ancor prima l'IME, suo predecessore) partecipa attivamente a questo lavoro. I dati relativi allo IAPC pubblicati dall'Eurostat sono disponibili a partire dal gennaio 1995.

Secondo le ponderazioni applicabili nel 2006, i beni costituiscono il 59,2% dell'indice e i servizi il restante 40,8% (cfr. tabella). Una scomposizione dello IAPC nelle sue singole componenti consente di meglio discernere i vari fattori economici che influiscono sull'andamento dei prezzi al consumo. Ad esempio, sulla componente dei prezzi dell'energia incide in misura sostanziale

l'evoluzione dei corsi petroliferi. La categoria degli alimentari è a sua volta suddivisa in prodotti trasformati e non trasformati, poiché i prezzi dei secondi risentono notevolmente dell'effetto di fattori, quali le condizioni climatiche e la stagionalità, che influiscono invece in misura inferiore sui primi. Quanto ai servizi, sono state individuate cinque categorie i cui prezzi seguono di norma andamenti difformi a causa delle diverse condizioni di mercato.

Grazie alla sua armonizzazione e all'introduzione di miglioramenti statistici intesi ad accrescerne l'accuratezza, l'attendibilità e la tempestività, lo IAPC è contraddistinto da un grado elevato di qualità, accettazione internazionale e confrontabilità fra paesi. Ciò nonostante, resta oggetto di ulteriori affinamenti in vari ambiti.



## Esplicitazione di un obiettivo per il tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2%

Facendo riferimento a un aumento dello IAPC inferiore al 2%, la definizione chiarisce che sia un'inflazione superiore al 2% sia la deflazione, vale a dire una flessione del livello dei prezzi, sono incompatibili con la nozione di stabilità dei prezzi. In questo senso, l'intenzione esplicitata dalla BCE di mantenere l'inflazione su tassi inferiori ma prossimi al 2% segnala il suo impegno a garantire un margine adeguato a salvaguardia dai rischi di deflazione (cfr. sezione 3.1 e riquadro 5.4).

## RIQUADRO 5.4 UN MARGINE DI SICUREZZA CONTRO LA DEFLAZIONE

Il riferimento a un "aumento" dello IAPC inferiore ma prossimo al 2% offre un margine di sicurezza contro la deflazione.

La deflazione, che pur comporta costi economici analoghi a quelli provocati dall'inflazione, è particolarmente indesiderabile in quanto rischia di diventare un fenomeno radicato. Di fatto, poiché i tassi di interesse nominali non possono essere portati su livelli inferiori allo zero in quanto di norma nessuno presterebbe più del denaro se si attendesse di essere successivamente rimborsato con una somma inferiore a quella concessa in prestito, in un contesto deflazionistico la politica

**TABELLA: PESI DELLE PRINCIPALI COMPONENTI DELLO IAPC PER L'AREA DELL'EURO APPLICABILI NEL 2006**

<b>Indice complessivo</b>	<b>100,0</b>
<b>Beni</b>	<b>59,1*</b>
alimentari non trasformati	7,6
alimentari trasformati	11,9
industriali non energetici	29,8
energetici	9,8
<b>Servizi</b>	<b>40,9</b>
abitativi	10,0
di trasporto	6,1
di comunicazione	3,3
ricreativi e personali	14,7
vari	6,8

\* La discrepanza tra il totale e la somma delle singole voci è dovuta ad arrotondamenti.

Fonte: Eurostat.

monetaria potrebbe trovarsi nell'impossibilità di fornire uno stimolo sufficiente alla domanda aggregata facendo ricorso allo strumento del tasso di interesse. Qualsiasi tentativo di portare i tassi di interesse nominali su un livello inferiore allo zero è destinato a fallire, perché tutti preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare fondi a un tasso negativo. Sebbene sia possibile intraprendere diverse azioni di politica monetaria anche quando i tassi di interesse nominali si collocano sullo zero, l'efficacia di queste misure alternative è incerta. Ciò indica che la politica monetaria dovrebbe mantenere un margine di sicurezza contro la deflazione.

# LA POLITICA MONETARIA

L'obiettivo di un aumento dello IAPC su livelli inferiori ma prossimi al 2% tiene altresì conto sia delle possibili distorsioni di misurazione dello IAPC sia delle potenziali implicazioni dei differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro.

## **Adozione di un orientamento a medio termine**

Infine, un aspetto fondamentale della politica monetaria della BCE consiste nel perseguimento della stabilità dei prezzi "in un orizzonte di medio

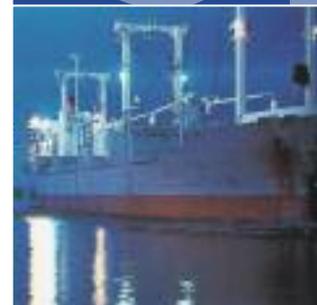
termine". Come indicato in precedenza, ciò riflette il parere comune secondo cui la politica monetaria non può, e quindi non deve, cercare di regolare gli andamenti dei prezzi o dell'inflazione su orizzonti temporali brevi, di alcune settimane o mesi (cfr. sezione 4.4). L'impatto sui prezzi di una variazione della politica monetaria è ritardato e di entità incerta. Ciò vuol dire che tale politica non è in grado di contrastare tutte le turbative inattese al livello dei prezzi e che un certo grado di variabilità dell'inflazione nel breve periodo è inevitabile.

## **RIQUADRO 5.5 L'ORIENTAMENTO A MEDIO TERMINE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE**

Il sistema economico è costantemente esposto a shock, per lo più imprevedibili, che incidono anche sugli andamenti dei prezzi. Allo stesso tempo, la politica monetaria può influire su questi ultimi solo con notevoli ritardi, che sono variabili e, come la maggior parte delle relazioni economiche, estremamente incerti. In tale contesto, sarebbe impossibile per qualsiasi banca centrale mantenere costantemente l'inflazione su un determinato livello obiettivo o riportarla sullo stesso in tempi molto brevi. Di conseguenza, la politica monetaria deve agire in un'ottica orientata al futuro e può mantenere la stabilità dei prezzi soltanto sul più lungo periodo. Questa logica soggiace all'orientamento a medio termine della BCE.

Al concetto di "medio termine", piuttosto flessibile, non corrisponde un orizzonte temporale prefissato. Tale scelta deliberata riflette l'inopportunità di specificare a priori un orizzonte preciso per la

conduzione della politica monetaria in quanto il meccanismo di trasmissione interessa un arco di tempo variabile e incerto. Una risposta eccessivamente aggressiva volta a ripristinare la stabilità dei prezzi in tempi molto brevi rischierebbe, in queste circostanze, di imporre un costo significativo in termini di variabilità del prodotto e dell'occupazione che, a più lungo termine, potrebbe ripercuotersi anche sui prezzi. In questi casi, è ampiamente riconosciuto che una risposta graduale di politica monetaria risulta appropriata al fine di evitare un'elevata, non necessaria, variabilità nell'attività reale e di mantenere la stabilità dei prezzi nel più lungo periodo. Quindi, l'orientamento a medio termine conferisce alla BCE anche la flessibilità richiesta per rispondere in maniera adeguata ai diversi shock economici. Nel contempo, deve risultare chiaro che a posteriori la BCE può essere giudicata soltanto sull'andamento tendenziale dell'inflazione.



L'andamento dei prezzi risente in ampia misura dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione.

## I DUE PILASTRI DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

### **Il quadro di riferimento basato su due pilastri costituisce uno strumento per l'organizzazione delle informazioni...**

L'approccio della BCE nell'organizzare, esaminare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni rilevanti ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si basa su due prospettive analitiche, definite i "due pilastri".

### **... fondato su due prospettive analitiche...**

Nella strategia della BCE, le decisioni di politica monetaria si fondano su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi articolata in due prospettive complementari riguardo alle determinanti dell'andamento dei prezzi. La prima, che prende il nome di "analisi economica", considera il breve e medio periodo e si incentra sull'attività reale e sulle condizioni finanziarie dell'economia. Tiene conto del fatto che su tali orizzonti temporali i prezzi risentono in larga misura dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione (cfr. sezione 4.4). La seconda, denominata "analisi monetaria", riguarda orizzonti a più lungo termine e sfrutta il legame esistente fra moneta e prezzi su tali orizzonti (cfr. sezione 4.5). L'analisi monetaria costituisce principalmente un mezzo di riscontro, in una prospettiva di medio-lungo periodo, per le indicazioni a breve e medio termine fornite dall'analisi economica.

### **... per assicurare che nessuna informazione pertinente sia trascurata**

L'approccio fondato su due pilastri è concepito per assicurare che, nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, non venga trascurata alcuna informazione rilevante e che sia accordata la dovuta attenzione a diverse prospettive analitiche e alla verifica incrociata delle informazioni al fine di pervenire a un giudizio complessivo sui rischi per la stabilità dei prezzi. Esso rappresenta e trasmette al pubblico la nozione di diversificazione dell'analisi e assicura la solidità del processo decisionale sulla scorta di prospettive differenti.

## L'ANALISI ECONOMICA

### **L'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo...**

L'analisi economica si incentra principalmente sull'esame degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo impliciti in tali andamenti. Le variabili economiche e finanziarie oggetto di questa analisi comprendono, ad esempio: l'andamento del prodotto complessivo, la domanda aggregata e le sue componenti, la politica di bilancio, le condizioni dei mercati dei capitali e del lavoro, un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo, l'evoluzione del tasso di cambio, dell'economia mondiale e della bilancia dei pagamenti, i mercati finanziari, le posizioni di bilancio dei diversi settori nell'area. L'insieme di questi fattori contribuisce alla valutazione della dinamica dell'attività reale e del probabile andamento dei prezzi nella prospettiva dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su orizzonti più brevi (cfr. sezione 4.4).

# LA POLITICA MONETARIA

## RIQUADRO 5.6 GLI INDICATORI FINANZIARI E DELL'ECONOMIA REALE

Nel contesto dell'analisi economica, la BCE valuta soprattutto gli andamenti economici e finanziari correnti e i connessi rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo.

Con riferimento all'economia reale, la BCE valuta a intervalli regolari l'andamento delle seguenti variabili: il prodotto complessivo, le condizioni della domanda e del mercato del lavoro, un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo, la politica fiscale e la bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro. Ad esempio, per quanto riguarda gli indicatori di prezzo e di costo, essa analizza non soltanto lo IAPC e le sue componenti ma anche gli indici dei prezzi alla produzione (che misurano gli andamenti dei prezzi nel settore industriale) in quanto una variazione dei costi di produzione può ripercuotersi sui prezzi al consumo. Il costo del lavoro, una componente importante dei costi totali di produzione, può influire in misura significativa sulla formazione dei prezzi e fornisce informazioni sulla competitività dell'economia dell'area dell'euro.

In secondo luogo, la BCE prende in esame gli indicatori di prodotto e domanda (dati di contabilità nazionale, statistiche congiunturali sull'attività nell'industria e nei servizi, ordinativi e dati delle indagini qualitative) al fine di ricavarne informazioni sulla posizione ciclica dell'economia, a sua volta rilevante ai fini dell'analisi delle prospettive per l'evoluzione dei prezzi. Inoltre, i dati relativi al mercato del lavoro (riguardanti occupazione, disoccupazione, impieghi disponibili e partecipazione alle forze di lavoro) offrono un contributo importante nell'esame della dinamica congiunturale e nella valutazione dei cambiamenti strutturali nel funzionamento dell'economia dell'area dell'euro. In aggiunta, poiché il comparto delle amministrazioni pubbliche rappresenta una parte sostanziale dell'attività economica,

le informazioni sui conti finanziari e non finanziari di questo settore sono essenziali.

In terzo luogo i dati di bilancia dei pagamenti e le statistiche sul commercio con l'estero forniscono informazioni in merito agli andamenti delle esportazioni e delle importazioni che, mediante i loro effetti sulle condizioni della domanda, potrebbero influire sulle spinte inflazionistiche. Questi dati permettono inoltre di tenere sotto osservazione i prezzi dell'interscambio con l'estero, che sono oggi approssimati dagli indici di valore unitario delle importazioni e delle esportazioni. Tali indicatori consentono in particolare di valutare l'impatto potenziale dei movimenti del tasso di cambio e dei corsi delle materie prime, come il petrolio, sui prezzi all'importazione. In breve, i suddetti indicatori sono utili nell'esame delle variazioni concernenti la domanda aggregata, l'offerta aggregata e il grado di utilizzo della capacità.

Anche gli indicatori dei mercati finanziari e i prezzi delle attività sono tenuti sotto stretta osservazione. Una variazione dei corsi delle attività può ripercuotersi sul livello generale dei prezzi tramite effetti di reddito e di ricchezza. Ad esempio, un aumento delle quotazioni azionarie accresce la ricchezza delle famiglie che hanno investito in azioni e può indurle a incrementare i consumi. Ciò farà salire la domanda per consumi e potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche interne. Per converso, un ribasso delle suddette quotazioni potrebbe tradursi in consumi inferiori. I prezzi delle attività possono influire sulla domanda aggregata anche per il tramite del valore delle garanzie che consentono ai prenditori di ottenere finanziamenti per importi più elevati e/o di ridurre i premi al rischio richiesti dai prestatori o dalle banche. Il valore delle garanzie costituisce spesso una componente importante nelle decisioni di prestito e una sua

flessione rende i finanziamenti più costosi e persino più difficili da ottenere. Ciò a sua volta determina un calo della spesa e di conseguenza della domanda.

I prezzi delle attività e i rendimenti finanziari possono anche fornire informazioni sulle attese dei mercati dei capitali e, in particolare, su quelle relative all'andamento futuro dei prezzi. Ad esempio, nella compravendita di obbligazioni gli operatori rivelano implicitamente le loro aspettative riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse reali e dell'inflazione (cfr. riquadro 3.2). La BCE si avvale di una serie di tecniche che le consentono di analizzare i prezzi degli strumenti finanziari per ricavarne le attese implicite del mercato. I mercati sono intrinsecamente orientati al futuro. Lo stesso vale di conseguenza per i prezzi delle attività, che quindi variano in larga misura per effetto delle cosiddette "notizie", vale a dire le informazioni concernenti andamenti inattesi dagli operatori. Il loro monitoraggio contribuirebbe in questo senso a individuare gli shock che colpiscono l'economia in un momento dato e in particolare quelli

riguardanti le attese sugli andamenti economici futuri. L'analisi dei mercati finanziari consente anche di valutare le informazioni sui prezzi delle attività finanziarie provenienti da varie fonti. Inoltre, la BCE raccoglie direttamente determinate informazioni statistiche.

Per le loro implicazioni in termini di stabilità dei prezzi, anche gli andamenti valutari sono oggetto di attenta osservazione. I movimenti dei tassi di cambio influiscono direttamente sui prezzi per il tramite del loro impatto sui prezzi all'importazione. Benché l'area dell'euro sia un'economia relativamente chiusa rispetto ai singoli paesi che la compongono, i prezzi all'importazione influiscono su quelli alla produzione e al consumo interni. Una variazione del cambio può inoltre ripercuotersi sulla competitività internazionale di prezzo dei beni prodotti internamente, influenzando di conseguenza le condizioni della domanda e potenzialmente le prospettive per la dinamica dei prezzi.

### ... concorre a rivelare la natura degli shock...

In questa analisi, debita considerazione è data alla necessità di individuare le origini e la natura degli shock che colpiscono il sistema, gli effetti di tali shock sul processo di formazione di costi e prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia. Ad esempio, la risposta adeguata di politica monetaria alle conseguenze inflazionistiche di un aumento temporaneo del prezzo del petrolio sui mercati internazionali potrebbe essere diversa da quella indicata nel caso in cui il rialzo dell'inflazione costituisca la risultante delle implicazioni in termini di costo del lavoro derivanti da incrementi salariali non accompagnati da una crescita della produttività. Nel primo caso si determina un aumento dell'inflazione probabilmente transitorio e di breve durata, che potrebbe essere rapidamente riassorbito e che pertanto, se non induce attese

di rialzo dell'inflazione, non costituisce una seria minaccia per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Nel secondo, caratterizzato da incrementi salariali eccessivi, esiste invece il pericolo che si inneschi una spirale di aumenti dei costi, dei prezzi e dei salari in grado di autoalimentarsi. Per ovviare a questo pericolo, la risposta migliore potrebbe consistere in una decisa azione di politica monetaria che sia volta a ribadire l'impegno della banca centrale verso il mantenimento della stabilità dei prezzi e che contribuisca quindi a stabilizzare le attese di inflazione.

Per poter adottare le decisioni adeguate, il Consiglio direttivo deve avere una visione articolata delle condizioni economiche prevalenti e conoscere la natura specifica e l'entità di eventuali turbative che minaccino la stabilità dei prezzi.

# LA POLITICA MONETARIA

## ... e si avvale delle proiezioni macroeconomiche

Le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema svolgono un ruolo importante nel quadro dell'analisi economica. Esse aiutano a strutturare e sintetizzare una grande quantità di dati economici e assicurano la coerenza tra varie fonti di evidenza. In questo senso, le proiezioni contribuiscono in misura fondamentale ad affinare la valutazione delle prospettive economiche e delle oscillazioni dell'inflazione nel breve-medio termine intorno all'andamento tendenziale.

l'obiettivo di quest'ultima di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2%, come migliori previsioni dell'andamento dei prezzi nel medio e lungo periodo.

Di per sé utili, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema presentano tuttavia dei limiti. In primo luogo, esse dipendono in larga misura dal quadro concettuale sottostante e dalle tecniche utilizzate. Qualunque quadro costituisce necessariamente una semplificazione della realtà e, in determinate occasioni, può trascurare aspetti fondamentali per la politica monetaria. In secondo luogo, forniscono soltanto una descrizione sintetica dell'economia e pertanto non incorporano tutte le informazioni pertinenti. In particolare, informazioni importanti come quelle contenute negli aggregati monetari sono difficili da integrare nelle procedure di previsione o possono comunque variare una volta che le proiezioni sono state completate. In terzo luogo, le proiezioni incorporano inevitabilmente i pareri degli esperti e in determinati casi possono sussistere fondati motivi per non ritenerli condivisibili. Infine, possono risultare inficiate dal repentino variare delle ipotesi specifiche su cui si basano, relative ad esempio ai prezzi del petrolio o ai tassi di cambio.

Per queste ragioni, le proiezioni svolgono un ruolo importante ma non onnicomprensivo nella strategia di politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo le esamina assieme a numerose altre informazioni e forme di analisi (quali l'analisi monetaria, l'esame dei prezzi delle attività finanziarie, i singoli indicatori e le previsioni di altre organizzazioni) strutturate nel contesto del quadro fondato su due pilastri. Il Consiglio direttivo non si assume la responsabilità di tali proiezioni né le utilizza come unico strumento per organizzare e comunicare le proprie valutazioni.

## RIQUADRO 5.7 LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO

Si usa il termine "proiezioni" per sottolineare il fatto che i dati pubblicati costituiscono le risultanti di uno scenario fondato su una serie di ipotesi tecniche. In particolare, dal giugno 2006 le proiezioni elaborate dall'Eurosistema si basano sull'ipotesi che i tassi d'interesse di mercato a breve termine evolvano in linea con le aspettative di mercato anziché, come in passato, che restino costanti nell'orizzonte di riferimento.

Se, da un lato, le proiezioni sono spesso utilizzate per delineare con accuratezza gli esiti di possibili scenari futuri ai responsabili delle decisioni di politica monetaria, dall'altro ciò non presuppone il concretizzarsi di alcun particolare scenario. Le proiezioni macroeconomiche sull'inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema non mettono mai in causa l'impegno del Consiglio direttivo al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Chi influisce sul processo di formazione di salari e prezzi (vale a dire le amministrazioni pubbliche, le famiglie e le imprese) dovrebbe considerare la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, e soprattutto

## L'ANALISI MONETARIA

### La moneta offre un'ancora nominale

La BCE conferisce alla moneta un ruolo particolare rispetto all'insieme degli indicatori fondamentali di cui segue ed esamina attentamente l'evoluzione, in quanto è consapevole del fatto che nel medio e lungo periodo l'inflazione è strettamente connessa alla crescita della moneta (cfr. sezione 4.5). Questa relazione, ampiamente riconosciuta, fornisce alla politica monetaria una solida e affidabile ancora nominale su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente adottati per formulare

le previsioni di inflazione. Pertanto, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta consente anche di rafforzare l'orientamento a medio termine della strategia. Il fatto di poter adottare decisioni di politica monetaria e valutarne le conseguenze sulla base non soltanto delle indicazioni di breve periodo derivanti dall'analisi delle condizioni economiche e finanziarie, ma anche di considerazioni concernenti la moneta e la liquidità permette alla banca centrale di estendere il proprio orizzonte di analisi oltre l'impatto transitorio dei vari shock e di resistere alla tentazione di intervenire con un eccesso di attivismo.

### RIQUADRO 5.8 GLI AGGREGATI MONETARI

Dal momento che molte attività finanziarie, pur differenti, sono tra loro facilmente sostituibili e che la natura e le caratteristiche dei vari tipi di attività e transazioni finanziarie, nonché dei mezzi di pagamento, sono in continua evoluzione, non sempre è chiaro che cosa si debba intendere per "moneta" e quali attività finanziarie siano coerenti con una certa definizione della stessa. In genere le banche centrali individuano e tengono sotto osservazione vari aggregati monetari.

Per identificare gli aggregati monetari dell'area dell'euro, la BCE ha fatto ricorso a definizioni armonizzate del settore emittente moneta (che comprende le istituzioni finanziarie monetarie, o IFM, residenti nell'area dell'euro) e di quello detentore di moneta (composto da tutti i residenti dell'area dell'euro diversi dalle IFM, escluse le amministrazioni centrali), nonché a categorie omogenee di passività delle IFM.

Sulla base di considerazioni teoriche e di studi empirici, e in linea con le prassi internazionali, l'Eurosistema ha definito un aggregato monetario ristretto (M1), uno "intermedio" (M2) e uno ampio (M3). Essi si differenziano per il grado più o meno elevato di liquidità delle attività che vi confluiscono.

L'aggregato monetario ristretto (M1) comprende le banconote e monete in circolazione e le disponibilità immediatamente convertibili

in contante o utilizzabili per pagamenti scritturali, come i depositi a vista.

L'aggregato monetario intermedio (M2) comprende, in aggiunta a M1, i depositi con scadenza fino a due anni e quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Tali depositi possono essere convertiti in attività comprese nell'aggregato ristretto, ma in alcuni casi la conversione è soggetta a restrizioni quali l'obbligo di preavviso, penalità e commissioni.

L'aggregato monetario ampio (M3) include, oltre a M2, alcuni strumenti negoziabili emessi dal settore delle IFM dell'area dell'euro: i pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza fino a due anni, compresi i titoli di mercato monetario. Un elevato grado di liquidità e di certezza del prezzo rende questi strumenti stretti sostituti dei depositi. Come conseguenza della loro inclusione, rispetto alle definizioni di moneta più ristrette M3 è maggiormente stabile e meno influenzato da fenomeni di sostituzione tra le varie categorie di attività liquide.

Per la loro facile sostituibilità con gli analoghi strumenti denominati in euro, le attività liquide in valuta estera detenute da residenti dell'area dell'euro presso IFM situate nell'area sono anch'esse incluse negli aggregati monetari.

# LA POLITICA MONETARIA

## RIQUADRO 5.9 IL VALORE DI RIFERIMENTO DELLA BCE PER LA CRESCITA DELLA MONETA

Il ruolo preminente assegnato alla moneta nella strategia della BCE è evidenziato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario ampio M3. La scelta di M3 si fonda sull'evidenza, suffragata da vari studi empirici, del fatto che tale aggregato possiede le caratteristiche appropriate alle finalità per le quali è utilizzato, ossia stabilità della funzione di domanda di moneta e proprietà di indicatore anticipatore degli andamenti futuri dei prezzi nell'area dell'euro. Il valore di riferimento è stato calcolato in modo tale da renderlo coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Scostamenti sostanziali e prolungati della crescita monetaria da tale valore segnalano di norma la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

La metodologia utilizzata per calcolare il valore di riferimento si basa sulla relazione esistente fra (le variazioni di): crescita della moneta ( $\Delta M$ ), inflazione ( $\Delta P$ ), crescita del PIL in termini reali ( $\Delta YR$ ) e velocità di circolazione ( $\Delta V$ ). Secondo tale identità, generalmente nota come "equazione quantitativa", la variazione dello stock di moneta in un'economia è pari alla differenza tra la variazione delle transazioni nominali (approssimata dalla somma della variazione del PIL reale e di quella dell'inflazione) e la variazione della velocità di circolazione (cfr. riquadro 4.3). Quest'ultima variabile può essere definita come la velocità con cui la mone-

### Il valore di riferimento per la crescita della moneta

Al fine di segnalare il proprio impegno nei confronti dell'analisi monetaria e fornire un parametro nella valutazione degli andamenti della moneta, la BCE ha annunciato un valore di riferimento per l'aggregato monetario ampio M3 (cfr. riquadro 5.9).

ta viene trasferita fra vari detentori e determina pertanto la quantità di moneta necessaria per un certo livello di transazioni nominali.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Il valore di riferimento tiene conto della definizione di stabilità dei prezzi (un aumento dello IAPC dell'area dell'euro inferiore al 2% annuo) e si fonda su ipotesi a medio termine riguardanti la crescita del PIL potenziale e il *trend* della velocità di circolazione di M3. Nel 1998 il *trend* di crescita a medio termine del PIL potenziale in termini reali all'interno dell'area dell'euro è stato postulato pari al 2-2 e 1/2% annuo, in linea con le stime delle organizzazioni internazionali e della BCE. Nel formulare l'ipotesi relativa alla velocità sono stati utilizzati diversi metodi, che tengono conto di tendenze semplici (univariate) e di informazioni ricavate da modelli più complessi di domanda di moneta. I risultati ottenuti attraverso questi metodi segnalavano nell'insieme una riduzione della velocità di circolazione di M3 compresa fra 1/2 e 1% annuo. Sulla scorta delle suddette ipotesi, nel dicembre 1998 il Consiglio direttivo ha fissato il valore di riferimento al 4 e 1/2% annuo mantenendolo da allora invariato. Il Consiglio verifica costantemente la validità delle condizioni e delle ipotesi sottostanti a tale valore e comunica le eventuali modifiche apportate a tali ipotesi.

Tale valore, posto pari al 4 e 1/2% nel 1998, rappresenta il tasso di crescita annuale di M3 ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi nel medio periodo e costituisce pertanto un parametro per l'analisi del contenuto informativo degli andamenti monetari nell'area dell'euro. Data la natura di medio-lungo termine della prospettiva monetaria, tuttavia, non esiste un legame diretto tra gli andamenti della moneta nel breve periodo e le decisioni di politica monetaria. Di conseguenza, quest'ultima non reagisce automaticamente alle deviazioni della crescita di M3 dal valore di riferimento.

### L'analisi dei fattori straordinari

In determinate occasioni, gli andamenti monetari possono risentire anche di fattori "straordinari" riconducibili a modifiche dell'assetto istituzionale, relative ad esempio al trattamento fiscale del reddito da interessi o delle plusvalenze patrimoniali. Tali fattori sono potenzialmente in grado di influire sulle consistenze monetarie di famiglie e imprese, poiché queste ultime risponderanno al variare del grado di appetibilità relativa dei depositi bancari compresi in M3 rispetto ad attività finanziarie alternative. Tuttavia, gli andamenti monetari indotti da questi fattori potrebbero non fornire informazioni particolarmente utili sull'evoluzione dei prezzi nel più lungo periodo. Di conseguenza, l'analisi monetaria della BCE si incentra sulle tendenze monetarie di fondo tenendo conto della valutazione dettagliata dei fattori straordinari e di altri shock che influiscono sulla domanda di moneta.

### LA VERIFICA INCROCIATA DELLE INFORMAZIONI PROVENIENTI DAI DUE PILASTRI

Con riferimento alle decisioni del Consiglio direttivo circa l'orientamento adeguato della politica monetaria, l'approccio fondato sui due pilastri consente una verifica incrociata delle indicazioni derivanti dall'analisi economica a breve termine con quelle provenienti dall'analisi monetaria incentrata sul più lungo periodo. Come già illustrato in maggiore dettaglio, la verifica incrociata assicura che la politica monetaria non trascuri informazioni importanti per la valutazione delle tendenze future dei prezzi. Si sfruttano tutte le relazioni di complementarità tra i due pilastri; ciò rappresenta infatti il modo migliore per assicurare che tutte le indicazioni rilevanti ai fini della valutazione delle prospettive per gli andamenti dei prezzi vengano utilizzate in modo coerente ed efficace, agevolando in tal modo il processo decisionale e le comunicazioni al riguardo (cfr. la figura seguente). Tale approccio riduce i rischi di errori di politica monetaria causati dall'eccessivo affidamento a un unico indicatore, previsione o modello. Optando per un approccio diversificato all'interpretazione delle condizioni economiche, la strategia della BCE mira ad adottare una politica monetaria "robusta" in condizioni di incertezza.

**FIGURA: LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE ORIENTATA ALLA STABILITÀ**



Fonte: Banca centrale europea (2004), *La politica monetaria della BCE*, pag. 71.

# LA POLITICA MONETARIA

## TRASPARENZA E RESPONSABILITÀ PUBBLICA

### **Obblighi di rendiconto imposti dal Trattato**

Per preservare la propria credibilità, una banca centrale indipendente deve dare prova di trasparenza e chiarezza riguardo ai motivi delle sue azioni. Essa deve inoltre rispondere del proprio operato alle istituzioni democratiche. Pur rispettando l'indipendenza della BCE, il Trattato che istituisce la Comunità europea le impone precisi obblighi di rendiconto.

La BCE è tenuta a elaborare e presentare al Parlamento europeo, al Consiglio dell'UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo una relazione annuale sulle sue attività e sulla politica monetaria perseguita nell'anno precedente e in quello in corso. Il Parlamento europeo può tenere un dibattito generale sul Rapporto annuale della BCE e il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono, su invito del Parlamento europeo o su iniziativa propria, riferire le loro argomentazioni alle competenti commissioni parlamentari. Tali audizioni hanno luogo generalmente con cadenza trimestrale.

La BCE è infine tenuta a pubblicare un rapporto sulle attività del SEBC almeno una volta ogni tre mesi e, con cadenza settimanale, la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema che espone tutte le operazioni monetarie e finanziarie effettuate da quest'ultimo nella settimana precedente.

### **Attività di comunicazione della BCE**

Di fatto, la BCE si è impegnata ad andare oltre gli obblighi di rendiconto definiti dal Trattato. Un esempio di tale impegno di ampio respiro consiste nel fatto che il Presidente illustra i motivi alla base delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo in una conferenza stampa tenuta al termine della prima riunione mensile del Consiglio stesso.

Ulteriori dettagli sul giudizio espresso dal Consiglio direttivo circa la situazione economica e le prospettive di evoluzione dei prezzi sono pubblicati nel Bollettino mensile della BCE<sup>13</sup>.

### **Rapporti con gli organismi dell'UE**

Un membro della Commissione europea, di norma il commissario responsabile degli affari economici e finanziari, può partecipare senza diritto di voto alle riunioni del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

La BCE ha un rapporto di reciprocità con il Consiglio dell'UE. Da un lato, il Presidente del Consiglio dell'UE può partecipare senza diritto di voto alle riunioni del Consiglio direttivo e del Consiglio generale della BCE e sottoporre una mozione all'esame del Consiglio direttivo. Dall'altro, il Presidente della BCE è invitato alle riunioni del Consiglio dell'UE allorché questo tratta problematiche attinenti agli obiettivi e ai compiti del SEBC. Oltre che alle riunioni ufficiali e informali del Consiglio Ecofin, che si compone dei ministri economici e finanziari dell'UE, il Presidente della BCE partecipa alle sedute dell'Eurogruppo, formato dai ministri economici e finanziari dei paesi dell'area dell'euro. La BCE è inoltre rappresentata nel Comitato economico e finanziario, un organo consultivo della Comunità che si occupa di questioni relative alle politiche economiche a livello dell'Unione europea.

<sup>13</sup> Le pubblicazioni della BCE sono disponibili gratuitamente su richiesta oppure possono essere consultate sul sito Internet della Banca ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), che consente inoltre il collegamento con i siti delle banche centrali nazionali dei paesi dell'UE.

## 5.4 L'ASSETTO OPERATIVO DELL'Eurosistema

### L'assetto operativo

Come indicato in precedenza, il Consiglio direttivo decide il livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE e si affida all'intermediazione del sistema bancario per trasmettere tale impulso a famiglie e imprese. Quando la BCE modifica le condizioni relative alle operazioni di credito con le banche, è infatti probabile che cambino anche quelle applicate da queste ultime ai loro clienti, vale a dire famiglie e imprese. L'insieme degli strumenti e delle procedure mediante i quali l'Eurosistema interagisce con il sistema bancario avviando il processo di trasmissione a famiglie e imprese prende il nome di assetto operativo.

### Principali categorie di strumenti

In parte per approvvigionarsi di banconote e in parte per ottemperare all'obbligo imposto dalla BCE di detenere riserve su conti presso le rispettive BCN, le banche si rifinanziano ricorrendo all'Eurosistema e soddisfano in questo modo le proprie esigenze generali di liquidità. In tali circostanze, l'Eurosistema agisce da fornitore e, attraverso il suo assetto operativo, aiuta gli enti creditizi a coprire il fabbisogno di liquidità in modo ordinato e ben organizzato.

L'assetto operativo dell'Eurosistema consta di tre elementi principali. Il primo è rappresentato dalle operazioni di mercato aperto, mediante le quali la BCE gestisce le condizioni delle riserve sul mercato monetario e manovra i tassi di interesse offrendo riserve alle banche per consentire loro di far fronte alle esigenze di liquidità. Il secondo è costituito dalle operazioni (di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale) attivabili su iniziativa delle controparti, che permettono agli

enti creditizi di ottenere prestiti o costituire depositi *overnight* in circostanze eccezionali. Le controparti possono accedere all'occorrenza a entrambe le tipologie di operazioni, ma per quelle di rifinanziamento marginale devono presentare idonee attività di garanzia. Il terzo elemento consiste nel regime di riserva obbligatoria, che accresce il fabbisogno di liquidità delle banche. Inoltre, il fatto che l'adempimento degli obblighi di riserva sia verificato sulla base delle medie mensili consente di assorbire gli shock temporanei di liquidità sul mercato monetario e di conseguenza riduce la volatilità dei tassi di interesse a breve.

### Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto, il primo elemento dell'assetto operativo, sono effettuate a livello decentrato dalle singole banche centrali nazionali con il coordinamento della BCE. Esse comprendono fra le altre le operazioni di rifinanziamento principali, che hanno frequenza settimanale e svolgono un ruolo fondamentale nell'attuazione della politica monetaria della BCE. Il tasso di interesse ufficiale stabilito per tali operazioni segnala l'orientamento monetario deciso dal Consiglio direttivo della BCE. Anche le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono eseguite allo scopo di fornire liquidità, ma la loro frequenza è mensile e la scadenza a tre mesi. Le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*), invece, hanno frequenza non regolare e mirano ad attenuare gli effetti prodotti sui tassi di interesse da fluttuazioni impreviste della liquidità o da eventi straordinari.

I criteri di idoneità che devono essere soddisfatti dalle controparti nelle operazioni dell'Eurosistema sono molto ampi e, in linea di principio, risultano potenzialmente soddisfatti da tutti gli enti creditizi dell'area dell'euro. Per essere dichiarati idonei, è



La BCE si è impegnata ad andare oltre gli obblighi di rendiconto definiti dal Trattato.

# LA POLITICA MONETARIA



Quando la BCE modifica le condizioni che applica alle banche, è probabile che cambino anche quelle per imprese e consumatori.

sufficiente che questi ultimi siano assoggettati al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, siano finanziariamente solidi e soddisfino particolari criteri operativi necessari a interagire con l'Eurosistema. Sia i criteri ampi di idoneità sia l'esecuzione decentrata delle operazioni sono stati concepiti al fine di assicurare eguale trattamento a tutte le controparti dell'area, consentendo loro di partecipare alle operazioni svolte dall'Eurosistema, e creano un contesto propizio all'emergere di un mercato monetario primario integrato.

Le operazioni di mercato aperto sono effettuate dall'Eurosistema sulla base di contratti pronti contro termine o per mezzo della concessione di credito garantito. In entrambi i casi l'Eurosistema concede finanziamenti a breve a fronte di adeguate garanzie. Estremamente ampia, in modo da garantire un abbondante serbatoio cui le controparti dei vari paesi dell'area dell'euro possono attingere, la gamma di attività stanziabili a garanzia comprende anche strumenti di debito del settore pubblico e di quello privato. È inoltre consentito l'uso di tali attività a livello transfrontaliero. Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema sono attuate sulla base di aste in modo da assicurare una distribuzione trasparente ed efficiente della liquidità sul mercato primario.

Una caratteristica saliente dell'assetto operativo è rappresentata dal fatto che si affida alla capacità del mercato di autodisciplinarsi e prevede raramente l'intervento della banca centrale. Quest'ultimo si limita di norma alle operazioni di rifinanziamento principali, effettuate con periodicità settimanale, e a quelle di rifinanziamento a più lungo termine, che hanno cadenza mensile e riguardano importi molto inferiori. Nei primi anni di attività della BCE le operazioni di regolazione puntuale sono state relativamente infrequenti.

## **Le operazioni su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria**

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria completano il novero degli elementi dell'assetto operativo e si utilizzano principalmente per contenere la volatilità dei tassi a breve termine sul mercato monetario.

I tassi applicati alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti sono di norma notevolmente meno appetibili di quelli sul mercato interbancario (+/- un punto percentuale di scostamento dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali). Ciò offre alle banche un incentivo importante a operare sul mercato e a ricorrere a queste operazioni solo se non esistono alternative di mercato. Poiché le due tipologie di operazioni che compongono questa categoria sono sempre accessibili alle controparti, i rispettivi tassi delimitano, per arbitraggio di mercato, il corridoio entro il quale si muove il tasso di interesse del mercato *overnight* (Eonia). In tale contesto, l'ampiezza del corridoio dovrebbe incentivare il ricorso al mercato. Ciò aggiunge al mercato monetario una struttura importante che consente di contenere la volatilità dei tassi a brevissimo termine (cfr. la figura sotto riportata).

La riserva dovuta da ciascuna banca è determinata in relazione all'aggregato soggetto a riserva, il quale è composto da una serie di passività del suo bilancio (depositi, titoli di debito e di mercato monetario con scadenza fino a due anni).

Il meccanismo di adempimento della riserva specifica l'ammontare minimo che gli enti creditizi devono detenere sul conto corrente costituito presso la rispettiva BCN. Il fatto che l'ottemperanza a tale obbligo sia valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un periodo di circa un mese

# DELLA BCE



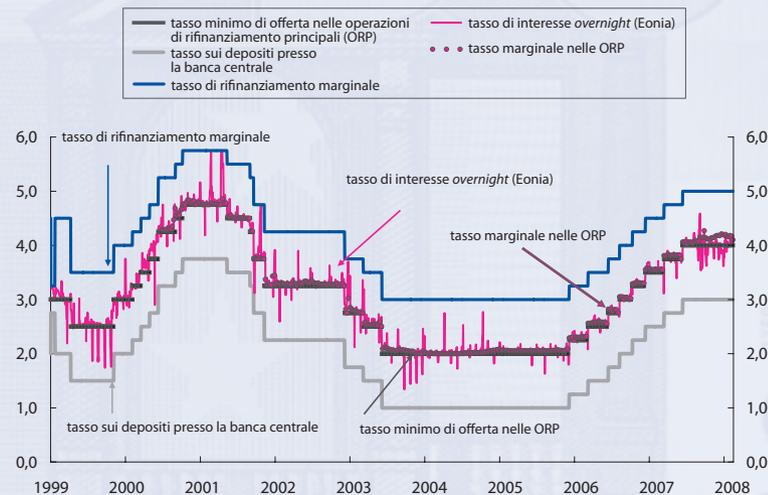
Una delle caratteristiche principali dell'assetto operativo consiste nel fatto che si affida alla capacità del mercato di autodisciplinarsi e prevede raramente l'intervento della banca centrale.

(denominato “periodo di mantenimento”) offre agli enti creditizi flessibilità intertemporale in quanto consente loro di gestire le riserve lungo il periodo di mantenimento. Questo elimina la necessità di far fronte immediatamente a squilibri di liquidità temporanei e, pertanto, riduce in qualche misura la volatilità del tasso di interesse *overnight*. Se ad esempio il tasso *overnight* si colloca su un livello superiore a quello atteso nel prosieguo del periodo di mantenimento, le banche possono realizzare il profitto risultante dal differenziale fra i due tassi offrendo fondi sul mercato e posticipando l'adempimento dell'obbligo di riserva a una fase successiva del periodo secondo un meccanismo noto come “sostituzione intertemporale”. Tale adeguamento della domanda giornaliera di riserve contribuisce a stabilizzare i tassi di interesse.

La riserva obbligatoria è remunerata al valore medio, nel periodo di mantenimento, dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali. Questo valore è praticamente identico al tasso medio sul mercato interbancario per lo stesso orizzonte temporale. Poiché la riserva in eccesso rispetto a quella dovuta non è remunerata, gli enti creditizi sono incentivati a gestire attivamente le proprie riserve sul mercato. Allo stesso tempo, la remunerazione della riserva obbligatoria evita che l'obbligo di riserva si trasformi in un onere per le banche oppure ostacoli l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie.

La riserva obbligatoria agisce da “cuscinetto” contro gli shock di liquidità, che possono essere assorbiti con effetti minimi sui tassi di interesse del mercato grazie alle oscillazioni della riserva attorno al livello minimo richiesto. Di conseguenza, la necessità di interventi straordinari della banca centrale al fine di stabilizzare i tassi sul mercato monetario risulta bassa.

**FIGURA: I TASSI DI INTERESSE DELLA BCE E I TASSI DEL MERCATO MONETARIO**



Fonte: BCE. Ultima rilevazione: 13 febbraio 2008.

# GLOSSARIO

## **Area dell'euro**

Area costituita dagli Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come moneta unica.

## **Banca centrale europea (BCE)**

La BCE, istituita il 1° giugno 1998 a Francoforte sul Meno (Germania), si colloca al centro dell'Eurosistema.

## **Baratto**

Scambio diretto di beni e servizi senza l'intermediazione della moneta. In genere, è possibile se troviamo qualcuno disposto a fornirci ciò di cui abbiamo bisogno in cambio di qualcosa che noi siamo in grado di offrire.

## **Base monetaria**

Nell'area dell'euro consiste di alcune passività del bilancio dell'Eurosistema, ossia banconote e monete in circolazione, riserve detenute dalle controparti presso l'Eurosistema e depositi presso la banca centrale. Le riserve possono essere scomposte in riserve obbligatorie e riserve in eccesso. Secondo il regime vigente, le prime devono essere detenute dalle controparti presso le banche centrali nazionali, mentre le seconde sono depositate a titolo volontario, generalmente per importi esigui, dagli enti creditizi presso l'Eurosistema.

## **Comitato esecutivo**

Uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno introdotto l'euro.

## **Consiglio direttivo**

Organo decisionale supremo della BCE. È composto da tutti i membri del Comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro.

## **Consiglio generale**

Uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE.

## **Deflazione**

Persistente diminuzione del livello generale dei prezzi, indicata, ad esempio, da una riduzione dell'indice dei prezzi al consumo per un periodo di tempo prolungato.

## **Eurosistema**

Comprende la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno già introdotto l'euro.

## **Indice dei prezzi al consumo**

Indicatore calcolato una volta al mese sulla base di un cosiddetto "paniere" di beni e servizi. Per l'area dell'euro si usa l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), ottenuto mediante una metodologia statistica armonizzata fra i vari paesi.

## **Inflazione**

Aumento del livello generale dei prezzi, indicato, ad esempio, da un incremento dell'indice dei prezzi al consumo per un periodo di tempo prolungato.

### **Meccanismo di trasmissione della politica monetaria**

Processo attraverso il quale le decisioni delle autorità monetarie influenzano l'economia in generale, e il livello dei prezzi in particolare.

### **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**

Composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE, indipendentemente dal fatto che abbiano adottato l'euro.

### **Stabilità dei prezzi**

Il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo principale dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro inferiore al 2%. Esso ha inoltre precisato che, nell'ambito di questa definizione, si prefigge di preservare il tasso di inflazione sui dodici mesi su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

### **Strategia di politica monetaria**

Approccio generale adottato per la conduzione della politica monetaria. Gli elementi principali della strategia seguita dalla BCE sono una definizione quantitativa dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e un modello interpretativo articolato in due pilastri: l'analisi economica e l'analisi monetaria. Inoltre, la strategia comprende alcuni principi generali per la conduzione della politica monetaria, quale l'orientamento di medio periodo. Costituisce la base sia della valutazione complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo, sia delle sue decisioni di politica monetaria, e fornisce anche il quadro di riferimento per poter illustrare al pubblico tali decisioni.

### **Tasso di interesse**

Percentuale che riceve in più, come compenso, chi concede una somma di denaro in prestito (o lo deposita in banca), ossia percentuale che deve essere pagata al creditore da chi prende una somma in prestito.



# BIBLIOGRAFIA



**Banca centrale europea** (1998), *A stability-oriented monetary policy for the ESCB*, comunicato stampa della BCE, 13 ottobre, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banca centrale europea** (1998), *The quantitative reference value for monetary growth*, comunicato stampa della BCE, 1° dicembre, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banca centrale europea** (1999), "La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità", *Bollettino mensile della BCE – Gennaio 1999*.

**Banca centrale europea** (1999), "Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema", *Bollettino mensile della BCE – Febbraio 1999*.

**Banca centrale europea** (1999), "L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni", *Bollettino mensile della BCE – Maggio 1999*.

**Banca centrale europea** (1999), "L'attuazione del Patto di stabilità e crescita", *Bollettino mensile della BCE – Maggio 1999*.

**Banca centrale europea** (1999), "L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali", *Bollettino mensile della BCE – Luglio 1999*.

**Banca centrale europea** (2000), "L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE", *Bollettino mensile della BCE – Febbraio 2000*.

**Banca centrale europea** (2000), "La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro", *Bollettino mensile della BCE – Luglio 2000*.

**Banca centrale europea** (2000), "I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE", *Bollettino mensile della BCE – Novembre 2000*.

**Banca centrale europea** (2000), "Le problematiche connesse allo sviluppo della moneta elettronica", *Bollettino mensile della BCE – Novembre 2000*.

**Banca centrale europea** (2001), "La politica monetaria in presenza di incertezza", *Bollettino mensile della BCE – Gennaio 2001*.

**Banca centrale europea** (2001), "Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria", *Bollettino mensile della BCE – Maggio 2001*.

**Banca centrale europea** (2001), "Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro", *Bollettino mensile della BCE – Luglio 2001*.

**Banca centrale europea** (2001), "Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria", *Bollettino mensile della BCE – Ottobre 2001*.

**Banca centrale europea** (2001), *Monetary analysis: tools and applications*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banca centrale europea** (2001), *The monetary policy of the ECB*.

**Banca centrale europea** (2002), *List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banca centrale europea** (2002), "Miglioramenti delle statistiche sui bilanci e sui tassi di interesse delle IFM", *Bollettino mensile della BCE – Aprile 2002*.

**Banca centrale europea** (2002), "Il dialogo dell'Eurosistema con i paesi candidati all'adesione", *Bollettino mensile della BCE – Luglio 2002*.

**Banca centrale europea** (2002), "La responsabilità della BCE per il proprio operato", *Bollettino mensile della BCE – Novembre 2002*.

**Banca centrale europea** (2002), "La trasparenza della politica monetaria della BCE", *Bollettino mensile della BCE – Novembre 2002*.

**Banca centrale europea** (2003), *Misure atte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria*, comunicato stampa della BCE, 23 gennaio.

**Banca centrale europea** (2003), "I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria", *Bollettino mensile della BCE – Giugno 2003*.

**Banca centrale europea** (2003), *Interventi atti a migliorare il sistema delle garanzie vigente nell'Eurosistema*, procedura di consultazione, 11 giugno, <http://www.bancaditalia.it>.

**Banca centrale europea** (2003), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, <http://www.ecb.europa.eu>.

- Banca centrale europea** (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*.
- Banca centrale europea** (2004), *La politica monetaria della BCE*, <http://www.bancaditalia.it>.
- Banca centrale europea** (2006), *Rapporto sulla convergenza, maggio*, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Bordo, M.D., Eichengreen, B.** (a cura di) (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press, Chicago e Londra.
- Davies, G.** (1994), *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, 1a ed., University of Wales Press, Cardiff.
- Istituto monetario europeo** (1997), *La politica monetaria unica nella Terza fase – Definizione dell'assetto operativo*.
- Istituto monetario europeo** (1998), *La politica monetaria unica nella Terza fase – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Issing, O.** (a cura di) (1994), *Geschichte der Nationalökonomie*, 3a ed., Verlag Franz Vahlen, Monaco.
- Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., Tristani, O.** (2001), *Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Issing, O.** (2007), *Einführung in die Geldtheorie*, 14a ed., Verlag Franz Vahlen, Monaco.
- McCandless, G.T., Weber, W.E.** (1995), "Some Monetary Facts", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 19, n. 3, pp. 2-11.
- Papademos, L.** (2003), "The contribution of monetary policy to economic growth", discorso pronunciato alla trentunesima conferenza sull'economia tenutasi a Vienna il 12 giugno 2003, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Papademos, L.** (2004), "Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion", discorso pronunciato al Banco de España a Madrid il 19 aprile 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Scheller, H.-P.** (2004), *The European Central Bank – History, Role and Functions*.
- Trichet, J.-C.** (2004), "Key issues for monetary policy: an ECB view", discorso pronunciato alla National Association of Business Economics a Philadelphia il 5 ottobre 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Trichet, J.-C.** (2004), "A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth", discorso pronunciato alla giornata della competitività dell'UNICE a Bruxelles il 9 dicembre 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.

© Banca centrale europea, 2008

**Indirizzo** Kaiserstraße 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito postale** Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono** +49 69 1344-0

**Fax** +49 69 1344-6000

**Sito Internet** <http://www.ecb.europa.eu>

**Autore** Dieter Gerdesmeier

**Ideazione grafica** Alexander Weiler, Visuelle Kommunikation,  
Hünstetten, Germany

**Fotografie** Andreas Pangerl, Banca centrale europea, Corbis,  
Image Source, Jane M. Sawyer, Photos.com

**Tutti i diritti riservati.**

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali a condizione che venga citata la fonte.

**ISBN (stampa)** 978-92-899-0359-2

**ISBN (online)** 978-92-899-0249-6

IT

