

La politica monetaria di fronte al bivio inflazione-crescita

Liceo Scientifico A. Volta, Milano
20 Maggio 2022



Roberto Tamborini

Università di Trento

Dipartimento di Economia e Management

- Conoscere e capire la moneta
- L'euro, l'Unione Economica e Monetaria Europea e la sua banca centrale
- L'obiettivo della stabilità dei prezzi
- Perché l'inflazione è un obiettivo della banca centrale?
- Cosa può (deve) fare la banca centrale?
- Ma l'inflazione non è sempre la stessa

1. Conoscere e capire la moneta

■ Che cos'è la moneta?



Nelle economie moderne, la moneta è il mezzo di pagamento legale emesso da un'agenzia dello Stato, la banca centrale.

■ Perché utilizziamo la moneta?

Perché svolge contemporaneamente **tre funzioni fondamentali per la nostra vita economica.**

unità di conto



mezzo di pagamento



riserva di valore



"Moneta" è qualunque "oggetto" che svolge queste tre funzioni



Come funzionerebbe un'economia senza moneta?

■ Chi ha inventato la moneta?

L'economia monetaria in cui viviamo è l'esito di un **processo storico estremamente lungo** (all'incirca 3 o 4 millenni) spinto principalmente dalla necessità di agevolare lo sviluppo degli scambi commerciali.

L'apparizione e l'utilizzo della moneta nella forma di oggetti metallici conati in nome di uno Stato, è collocabile nel Mediterraneo centro-orientale tra il 7° e il 6° secolo a.C.

Sintetica cronologia della moneta e delle banche centrali



■ Quante vale un euro?



= 1 euro **Valore nominale (o facciale)**



= 18 cent. **Costo produzione**



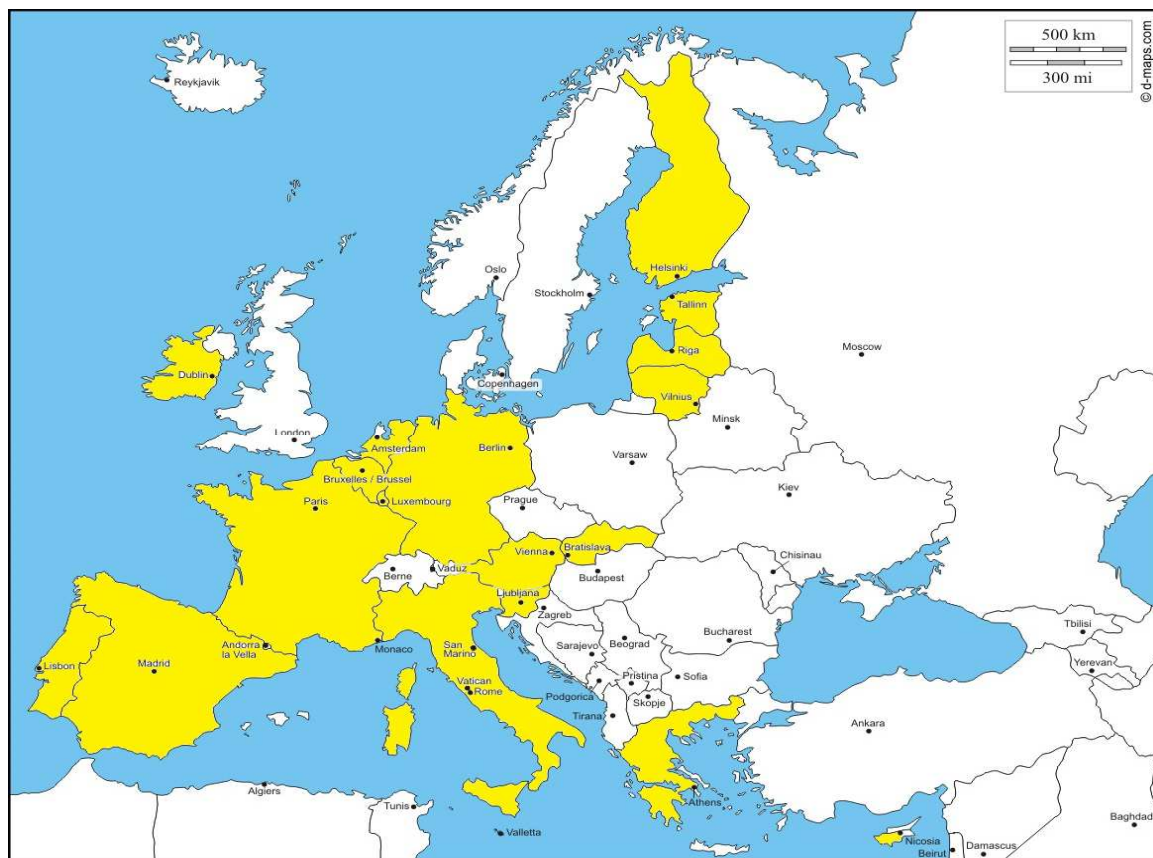
=



Valore di scambio (o reale)

2. L'Unione Economica e Monetaria Europea

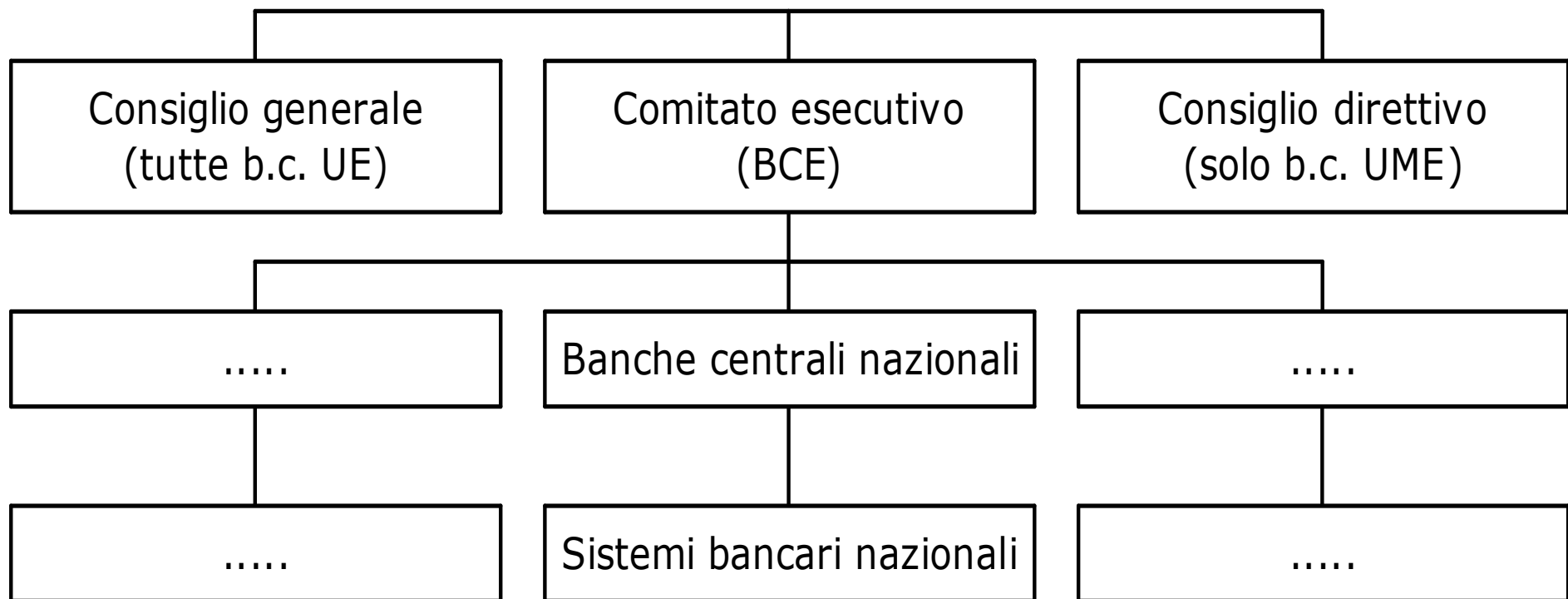
- I **19 paesi europei** appartenenti alla **Unione Economica e Monetaria Europea** (UEM), "Zona Euro", hanno adottato l'**euro** come propria moneta nazionale comune (Trattato di Maastricht, 1992).
- La UEM è nata il 1-1-1999 e l'euro è entrato in circolazione il 1-1-2002



Austria (1999), Belgio (1999), Finlandia (1999), Francia (1999), Germania (1999), Irlanda (1999), Italia (1999), Lussemburgo (1999), Paesi Bassi (1999), Portogallo (1999), Spagna (1999), Grecia (2001), Slovenia (2007), Malta (2008), Cipro (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014), Lituania (2015)

- I paesi UEM non hanno più una banca centrale indipendente. Le banche centrali nazionali esistono ancora, ma operano come "agenzie" del **Sistema Europeo delle Banche Centrali** (SEBC) (non possono prendere decisioni autonome)
- Il centro decisionale del SEBC è la **Banca Centrale Europea** (BCE) (sede Francoforte).

Il Sistema Europeo della Banche Centrali (SEBC)



Chi è il "padrone" della BCE?

La BCE a Francoforte



La Pres. Christine Lagarde (e l'ex Pres. Mario Draghi)



Il Governatore Ignazio Visco (al "Festival dell'Economia" di Trento)



La Banca d'Italia a Roma



■ Doveri e compiti della BCE

La BCE sottostà a una serie ben precisa di doveri e compiti stabiliti dal Trattato di Maastricht e dal suo statuto.

● Doveri fondamentali

- **mantenimento della stabilità dei prezzi**
- sostenere le politiche generali della UE, compatibilmente col primo obiettivo
- agendo in conformità col principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza

● Compiti principali

- ▶ gestione e controllo della circolazione monetaria
- ▶ gestione e controllo degli scambi monetari extra-UEM
- ▶ vigilanza sulle banche e stabilità del sistema finanziario

La BCE deve occuparsi solo della UEM nel suo complesso, **non di singoli paesi**

■ Cosa significa?



=



Valore di scambio (o reale)

I prezzi di tutte le merci sono espressi in euro. Quando i prezzi aumentano, diminuisce il valore di scambio (o valore reale) della moneta, ossia il nostro **potere d'acquisto**



=



Viene meno la **fiducia nella moneta** e s'inzeppano le sue funzioni di unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore.

■ Come si misura il livello dei prezzi

• L'indice dei prezzi al consumo

Con la moneta possiamo acquistare idealmente tutte le merci prodotte dal sistema economico. Non siamo tanto interessati al potere d'acquisto rispetto ad una singola merce, quanto a un **insieme (paniere) significativo per il nostro standard di vita**.

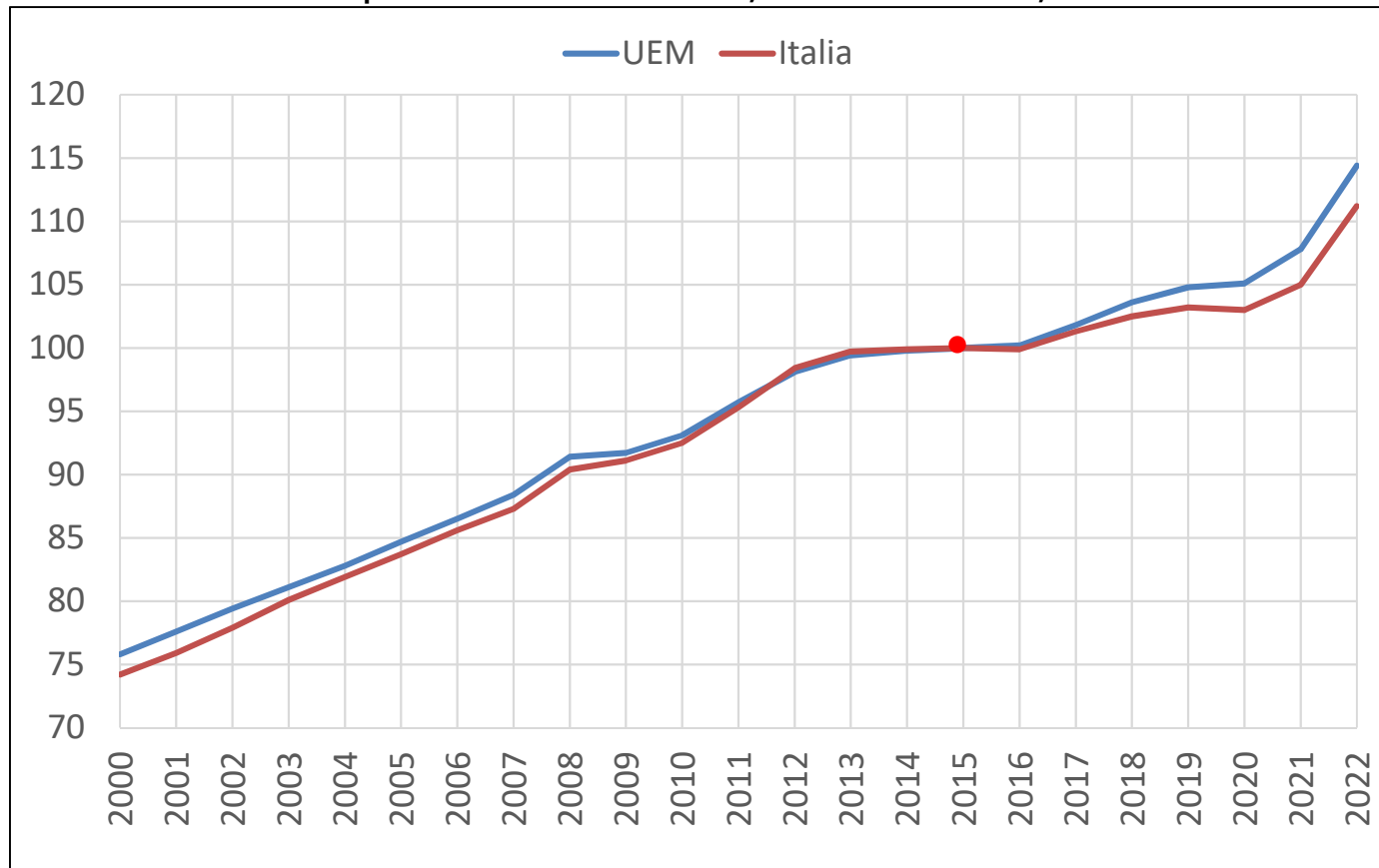
L'indice dei prezzi al consumo (IPC) è una "media" dei prezzi di un dato paniere di merci.

Valore base 1-1-2015 €150=100

1-1-2016 €160: $(160/150) \times 100 = 106,7$



L'indice dei prezzi al consumo, UEM e Italia, 2000-2022



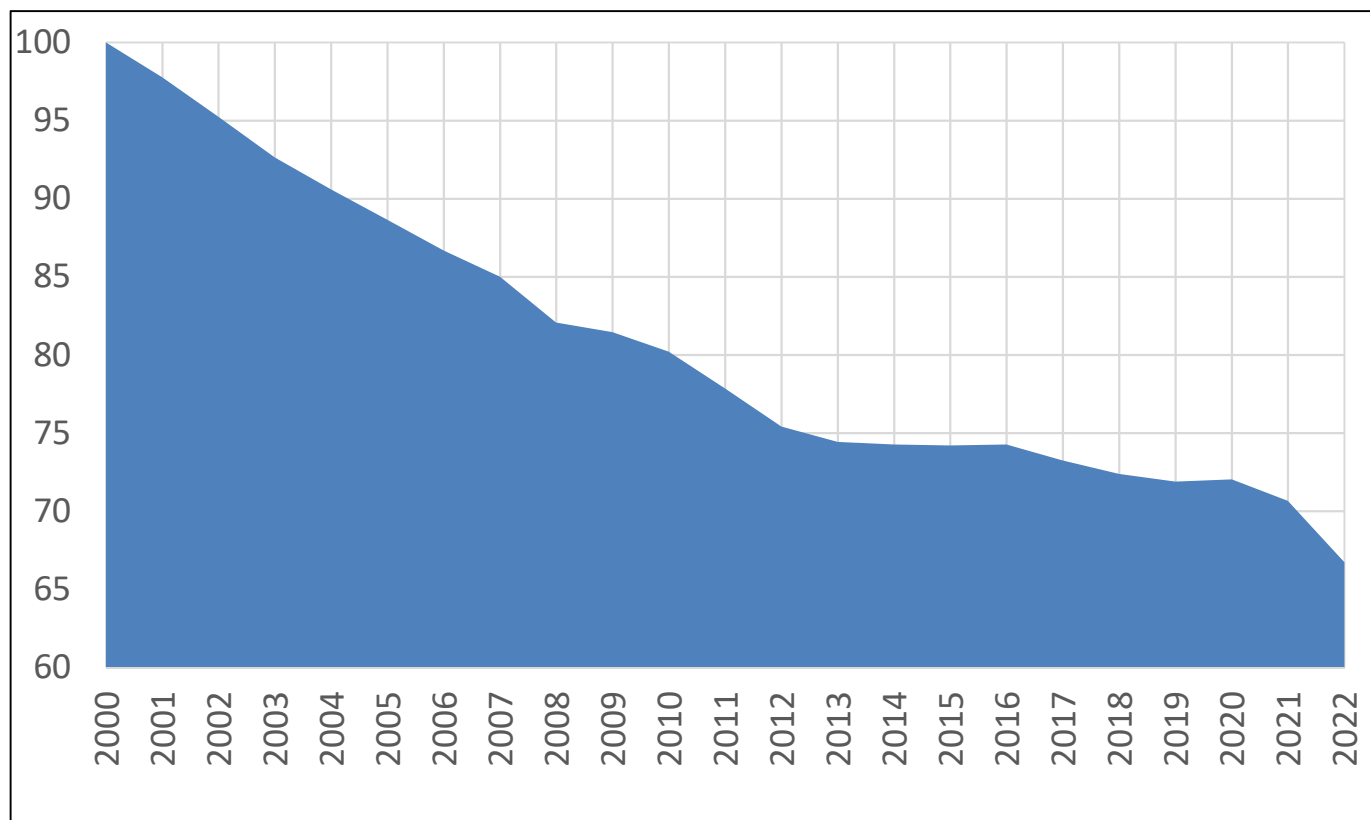
L'aumento del prezzo del carrello della spesa in Italia dal 2000 al 2022:

$$111,2/74,2 = 1,5 = 50\%$$

• Il valore reale di una somma monetaria

$\frac{\text{somma monetaria al tempo (t)}}{\text{IPC al tempo (t)}}$

Valore reale di €100 del 2000



L'aumento dei prezzi è come un prelievo (tasso d'interesse negativo) sulla moneta conservata come riserva di valore

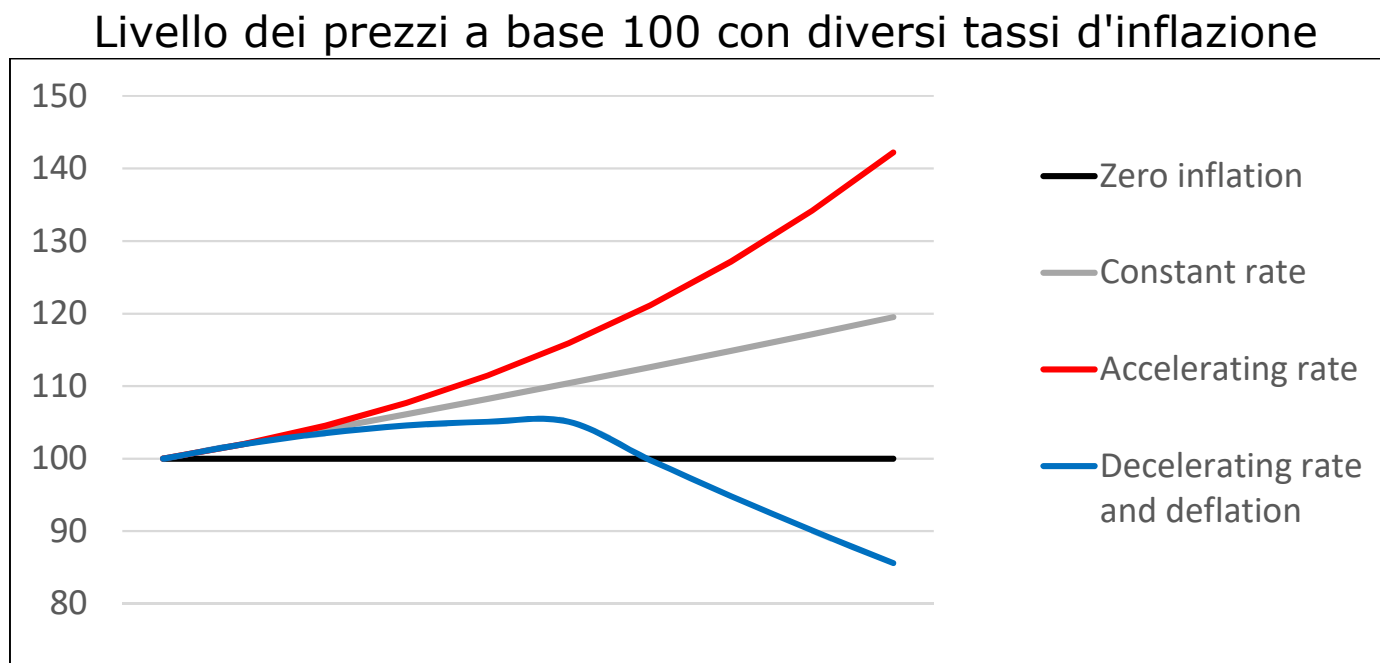
Alla Banca centrale europea (BCE) lavoriamo per mantenere stabili i prezzi nell'area dell'euro. Così anche in futuro potrai acquistare con lo stesso denaro gli stessi beni e servizi che ti puoi permettere oggi.



■ Il tasso d'inflazione

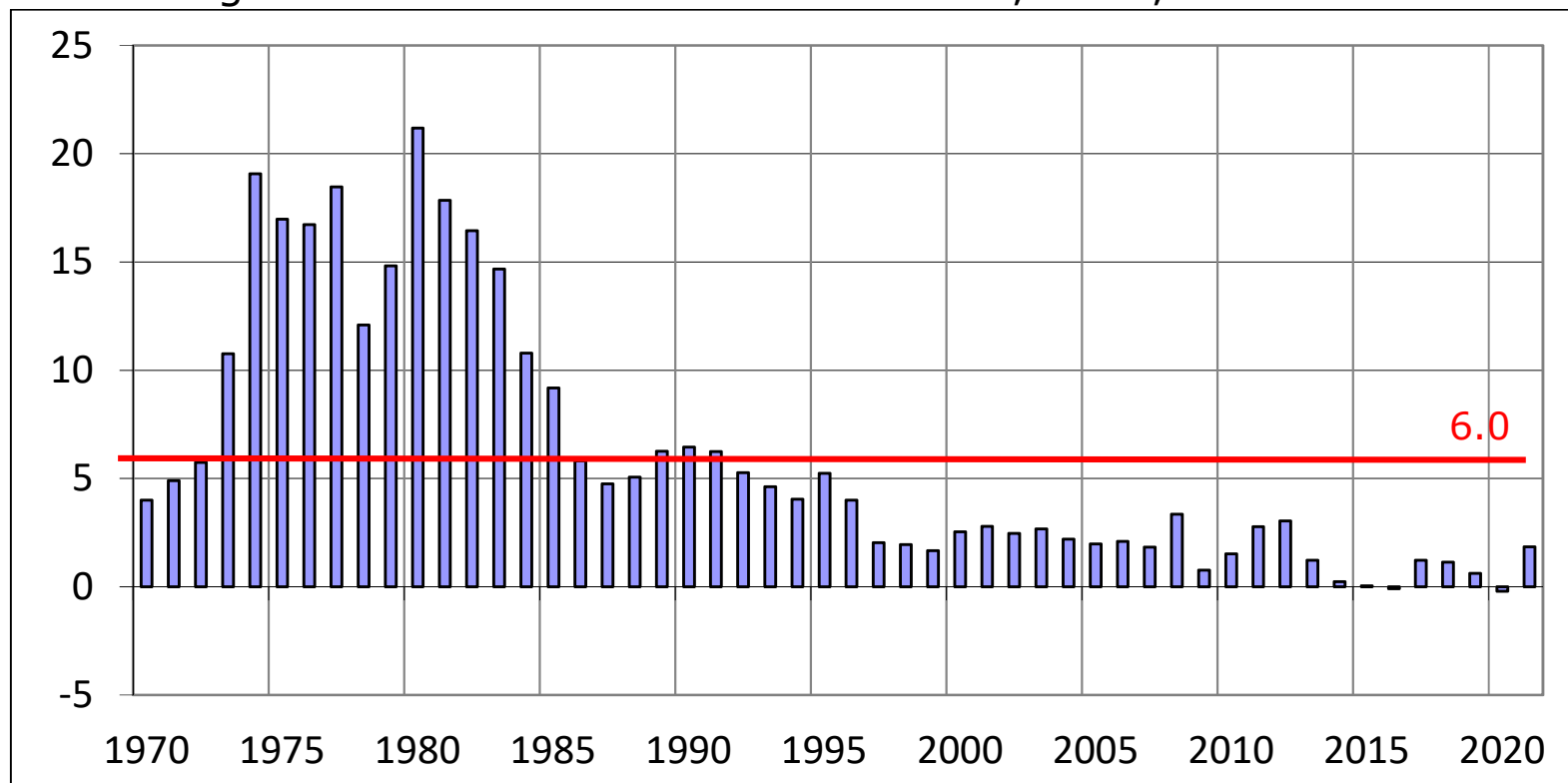
Il tasso d'inflazione è la variazione % annuale dell'IPC

L'inflazione sembra essere un concetto ostico per le persone comuni, in quanto crea confusione tra l'andamento dell'inflazione e quello del livello di prezzi. Ci sono cinque possibili **regimi inflazionistici**, a cui corrispondono altrettanti andamenti del livello dei prezzi



I prezzi crescono nel tempo, ma il **tasso d'inflazione annuale è variabile**

Figura 1. Tasso % d'inflazione annuale, Italia, 1970-2021



■ Il tasso d'inflazione obiettivo (*inflation target*)



Teniamo l'inflazione sotto controllo

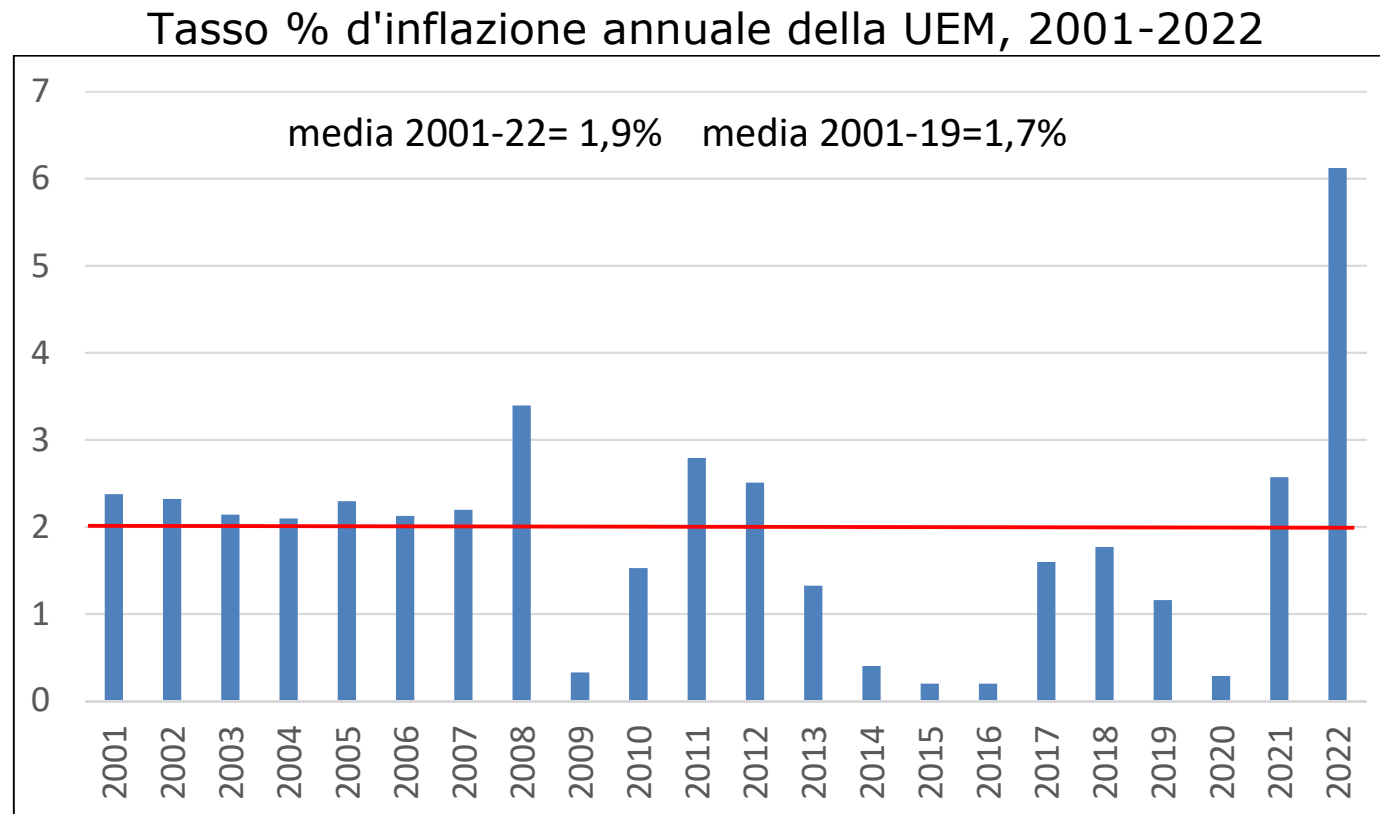
La BCE è la banca centrale dei 19 paesi dell'UE che utilizzano l'euro. Il nostro compito principale è mantenere stabili i prezzi. Per ottenere questo risultato facciamo in modo che l'inflazione resti bassa, stabile e prevedibile, aiutandoti così a programmare risparmio e spesa.

▶ Scopri di più sulla nostra politica monetaria

Per la BCE (come per le altre banche centrali), "prezzi stabili" significa **inflazione bassa, stabile e prevedibile**.

In concreto: **un tasso d'inflazione obiettivo del 2% annuo** (nella media di "medio termine", cioè 2-3 anni)

• Obiettivo centrato?



Tre periodi

- 2001-08 = inflazione in linea con l'obiettivo
- 2009-20 = "stagnazione" conseguente a crisi economica mondiale (2008-09) + COVID
- 2021-22 = ripresa post-COVID + guerra Russia-Ucraina

■ Inflazione buona e inflazione cattiva



Perché le banche centrali non hanno un obiettivo d'inflazione zero?



Perché l'inflazione più bassa dell'obiettivo è un problema?

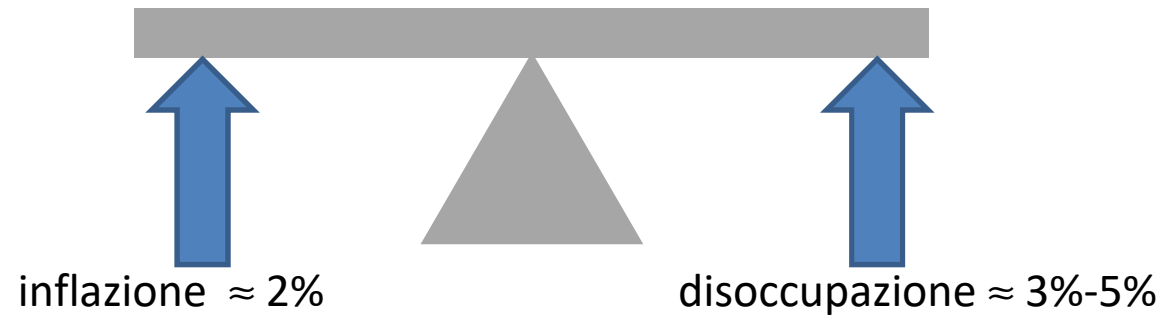
La stabilità dei prezzi (idealmente prezzi costanti, inflazione zero) è un obiettivo socio-economico importante, ma non è l'unico. Va messo in relazione ad **altri obiettivi altrettanto importanti**.

Talvolta obiettivi ugualmente importanti **entrano in conflitto tra loro**: non si può ottenere il massimo per entrambi (*trade-off*). Un caso molto rilevante in economia riguarda **la stabilità dei prezzi e l'occupazione**.

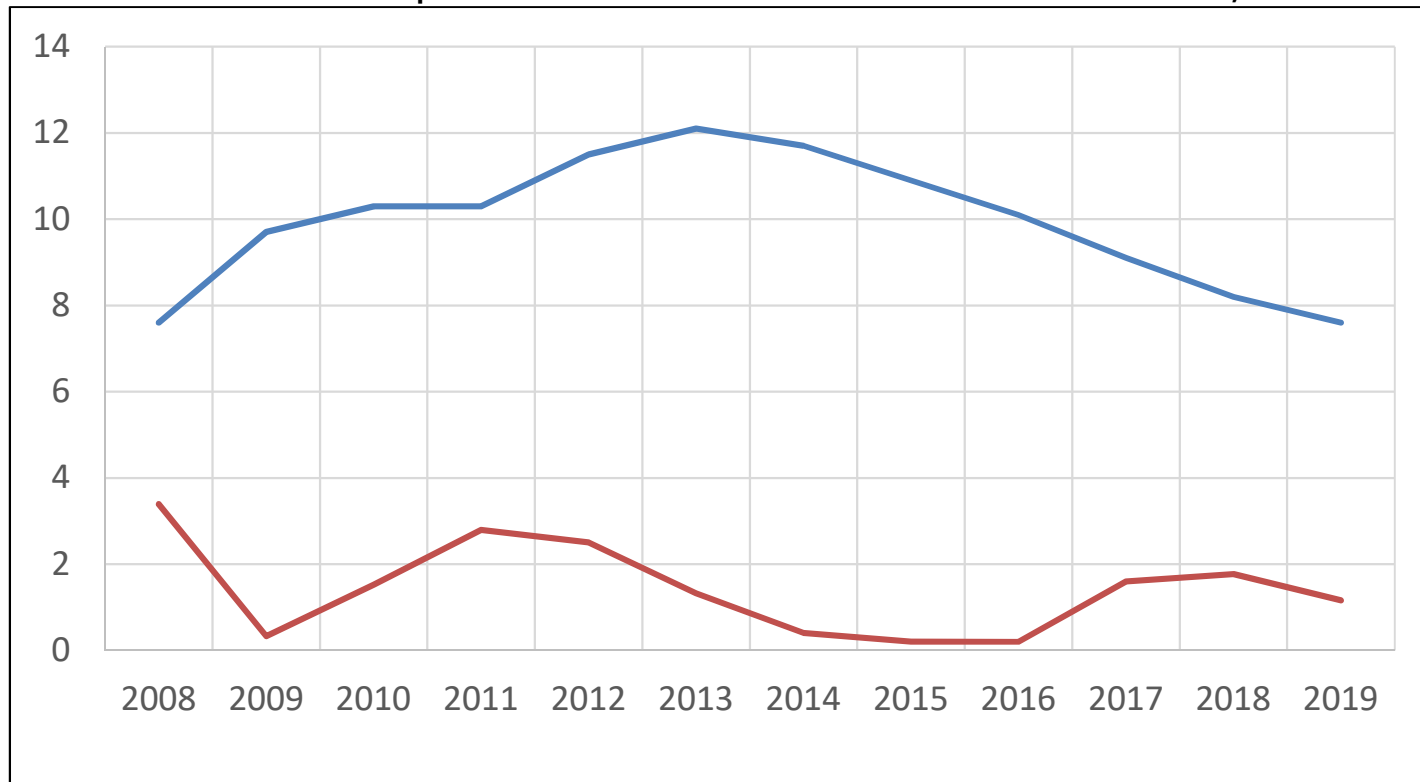
Il problema può essere visto anche come conflitto nella cura di due "mali": **inflazione e disoccupazione**. Non si possono azzerare entrambi



L'equilibrio tra inflazione e disoccupazione



Tasso % di disoccupazione e tasso d'inflazione nella UEM, 2008-19



Nel periodo di caduta dell'inflazione sotto il 2%, il tasso di disoccupazione è aumentato ed è sempre stato al di sopra del livello storico di "equilibrio"

4. Perché l'inflazione è un obiettivo della banca centrale?

I prezzi li fanno le aziende, considerando come va il mercato. Se il mercato "tira" si possono spuntare prezzi maggiori, se va male può essere necessario ridurli un po' (Legge della domanda e dell'offerta). **Cosa c'entra la banca centrale?**

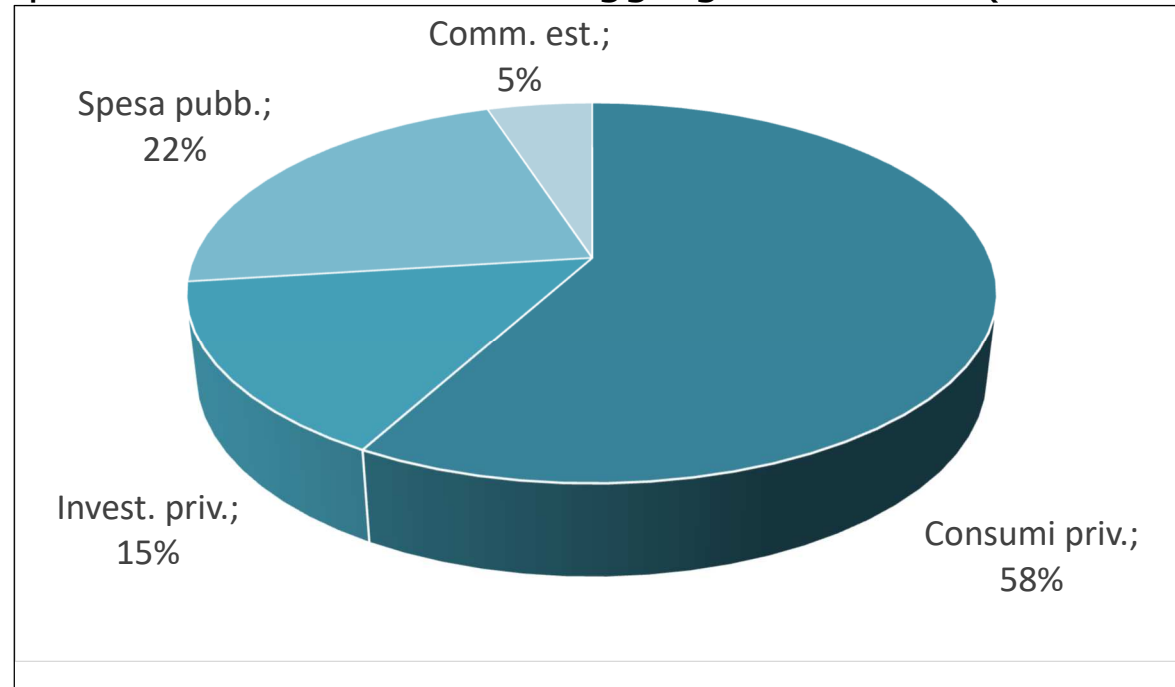
Abbiamo imparato che l'IPC è una media dei prezzi di tutti prodotti che sono rilevanti per il nostro standard di vita. In ogni momento nell'economia ci sono prodotti per cui aumenta la domanda (il prezzo sale) e altri per cui diminuisce (il prezzo scende). L'IPC rimarrebbe sostanzialmente fermo. **L'inflazione indica che c'è un aumento generalizzato dei prezzi.**

Questo fenomeno è possibile quando si crea un **aumento della domanda** altrettanto generalizzata ("domanda aggregata"), rispetto alla capacità produttiva del sistema ("offerta aggregata")

- per aumentare la produzione occorre **impiegare e pagare di più** manodopera, materie prime, semilavorati
- l'**aumento dei costi** si trasferisce sui prezzi finali.

La banca centrale, tramite i suoi strumenti di politica monetaria, è in grado d'influire sull'andamento della domanda aggregata

La composizione della domanda aggregata in Italia (medie storiche)



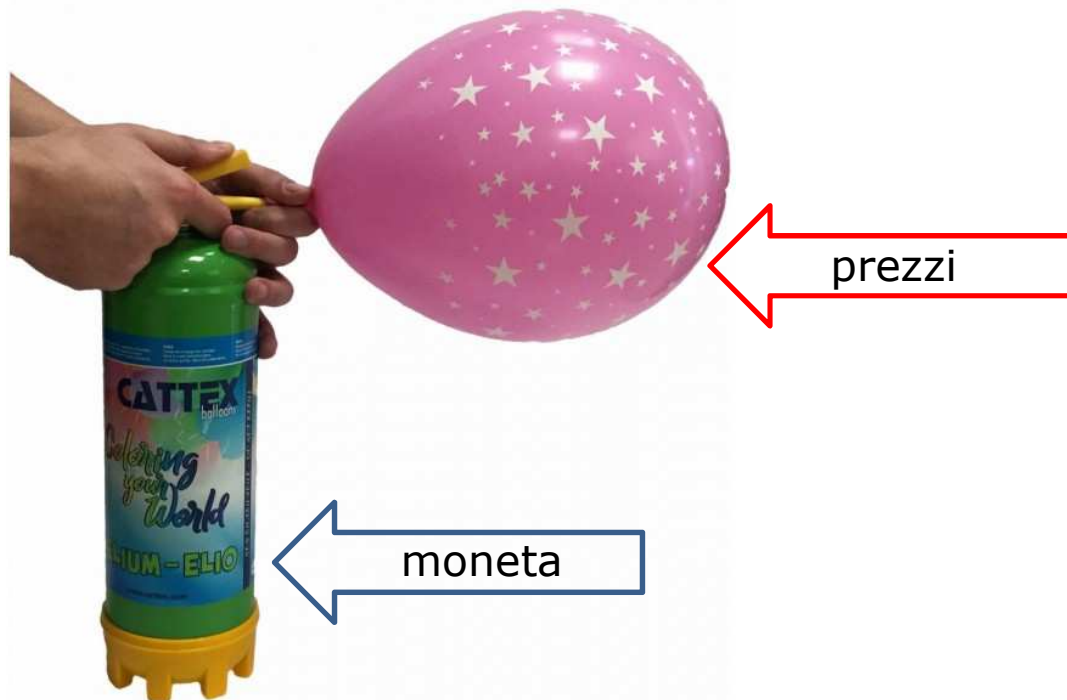
- Se la domanda corre troppo rispetto all'offerta occorre una **politica restrittiva**
- Se la domanda è troppo debole occorre una **politica espansiva**

5. Cosa può (deve) fare la banca centrale?

Quali sono le leve di politica monetaria che la banca centrale può utilizzare?

- Il controllo della quantità di moneta in circolazione?

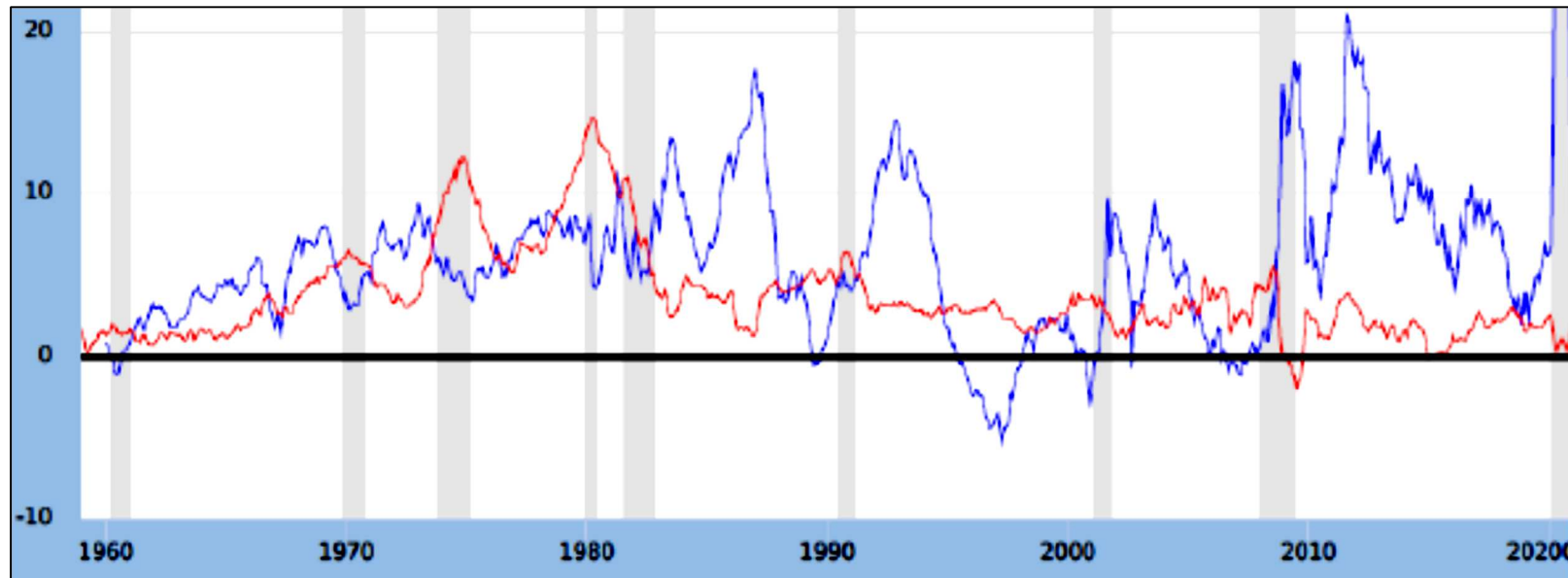
aumento (diminuzione) della moneta $\approx$ aumento (diminuzione) dell'inflazione



Un'idea antica, molto popolare, e superata

Nelle economie moderne non c'è (più) una relazione stabile e prevedibile tra andamento della quantità di moneta e dei prezzi

Crescita % della quantità di moneta (linea blu) e inflazione (linea rossa) negli Stati Uniti, 1960-2020

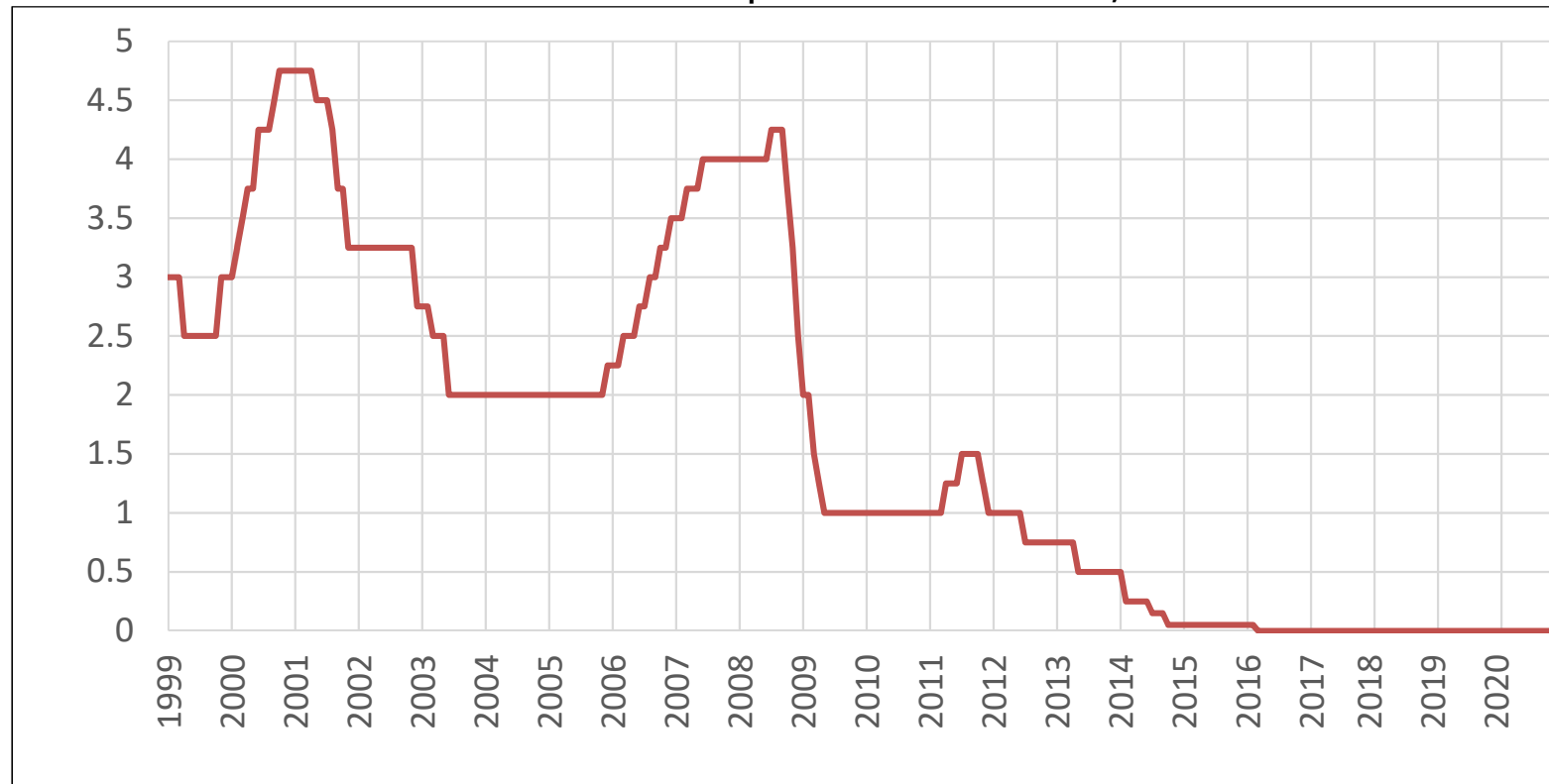


• Il controllo dei tassi d'interesse

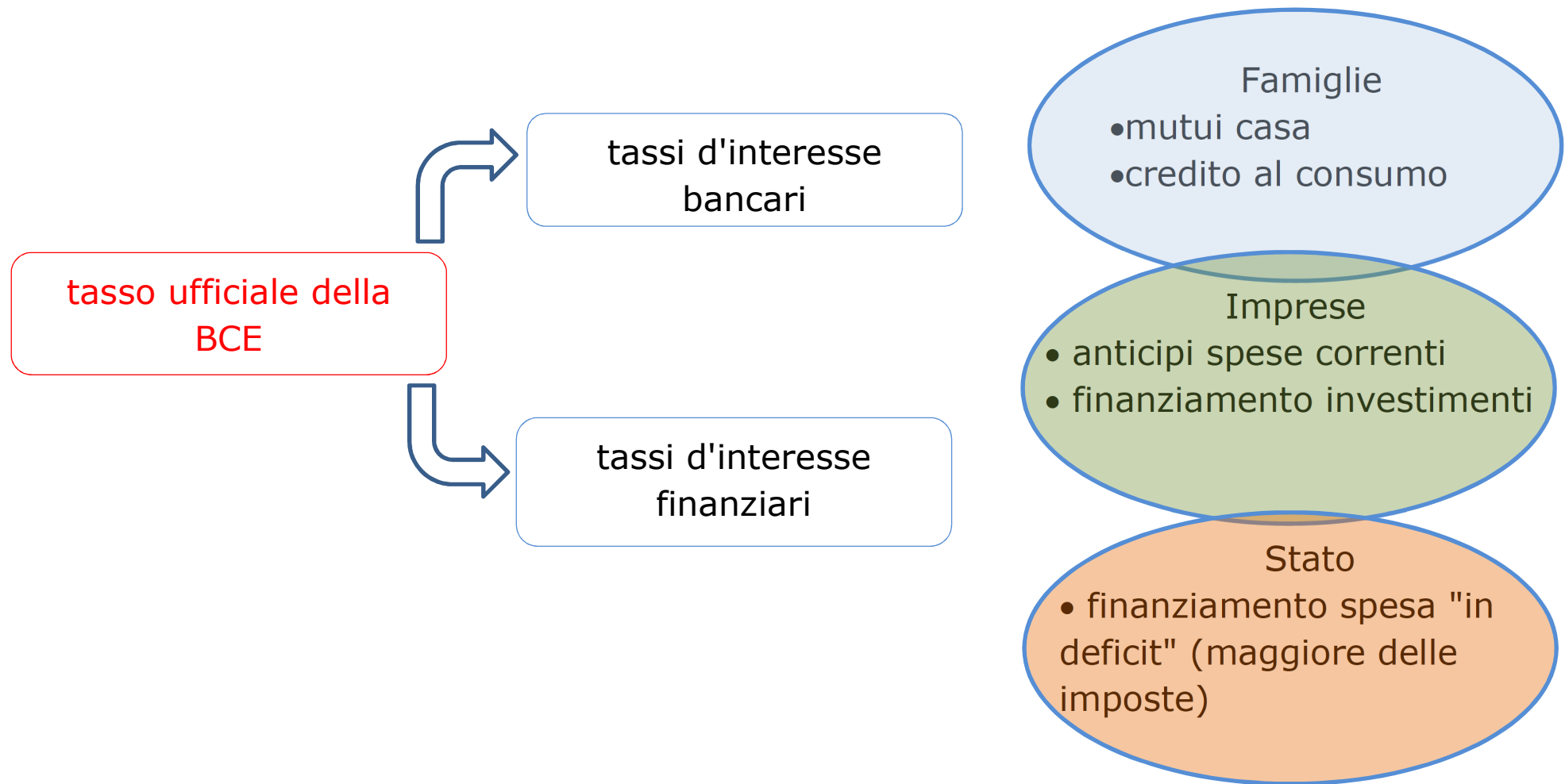
Le banche centrali di regola **non "creano"** e **non "distruggono"** moneta "fisicamente", ma **fissano i tassi d'interesse** a cui **le banche** possono **prendere a prestito** denaro oppure **tenerlo in deposito** ("riserve bancarie") presso la banca centrale stessa

- quando la BCE dà un prestito a una banca della UEM immette euro nel sistema
- quando la banca restituisce il prestito toglie euro dal sistema

Il tasso ufficiale sui prestiti della BCE, 1999-2020

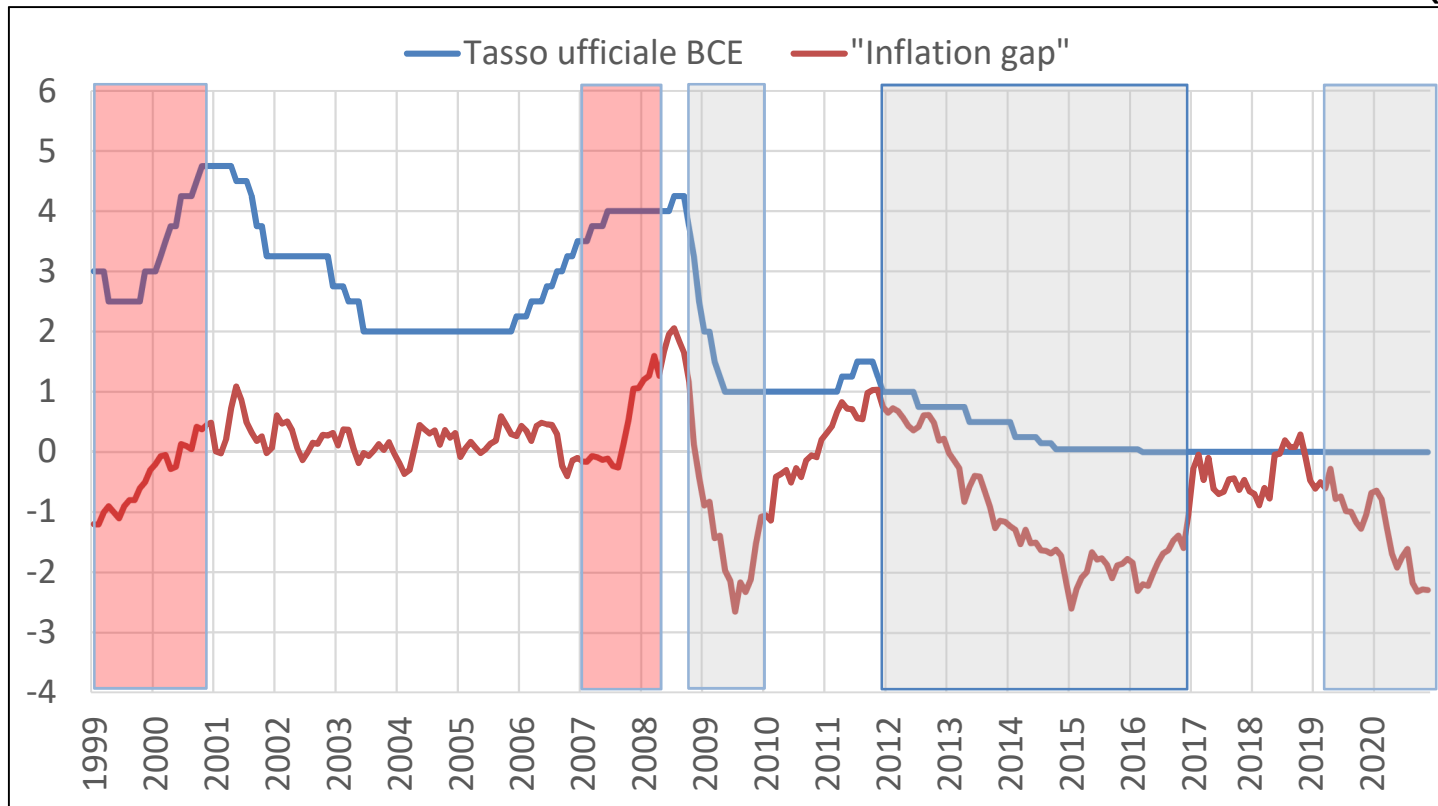


Il punto chiave della politica monetaria non è quello che succede alla quantità di moneta in circolazione, ma **i tassi d'interesse** praticati dalle banche alla clientela e a quelli sui titoli finanziari, perché sono considerati il fattore principale che influisce sulla domanda aggregata



Tassi più bassi (più alti) stimolano (frenano) la domanda aggregata

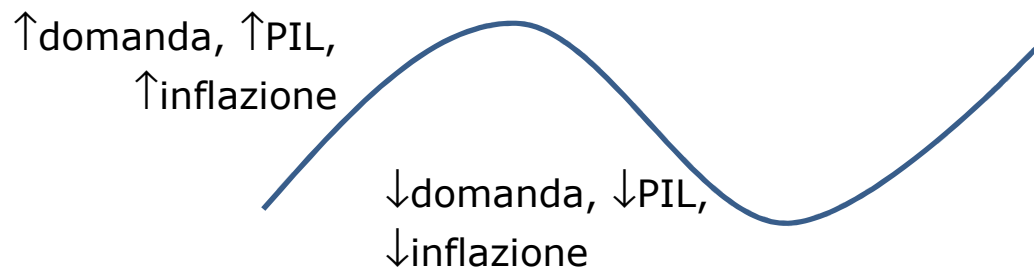
Tasso d'interesse BCE e scostamento tra tasso d'inflazione e obiettivo del 2% (*inflation gap*)



- Nelle fasi inflattive (rosso) la BCE alza il tasso ufficiale
- Nelle fasi deflattive (grigio) lo abbassa, ma il tasso ha un limite inferiore: ZERO, non può essere negativo

6. Ma l'inflazione non è sempre la stessa

Quello che abbiamo visto finora è lo scenario macroeconomico ritenuto più frequente: **l'inflazione è trainata dalla domanda aggregata**, e segue l'andamento del ciclo economico



Il compito della banca centrale è relativamente "semplice": regolare i tassi d'interesse in modo da **stabilizzare l'economia**, evitando oscillazioni troppo ampie, rispetto all'"equilibrio" tra inflazione e disoccupazione sia in ascesa (frenare un'economia che corre troppo) che in discesa (stimolare un'economia che sta rallentando troppo). In questi casi **non c'è conflitto tra obiettivi di inflazione, crescita e disoccupazione**.

Ma c'è un altro tipo d'inflazione, meno frequente (per fortuna), e molto più complicato: **l'inflazione da costi importati**. Tipicamente **l'aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia nei mercati internazionali**.

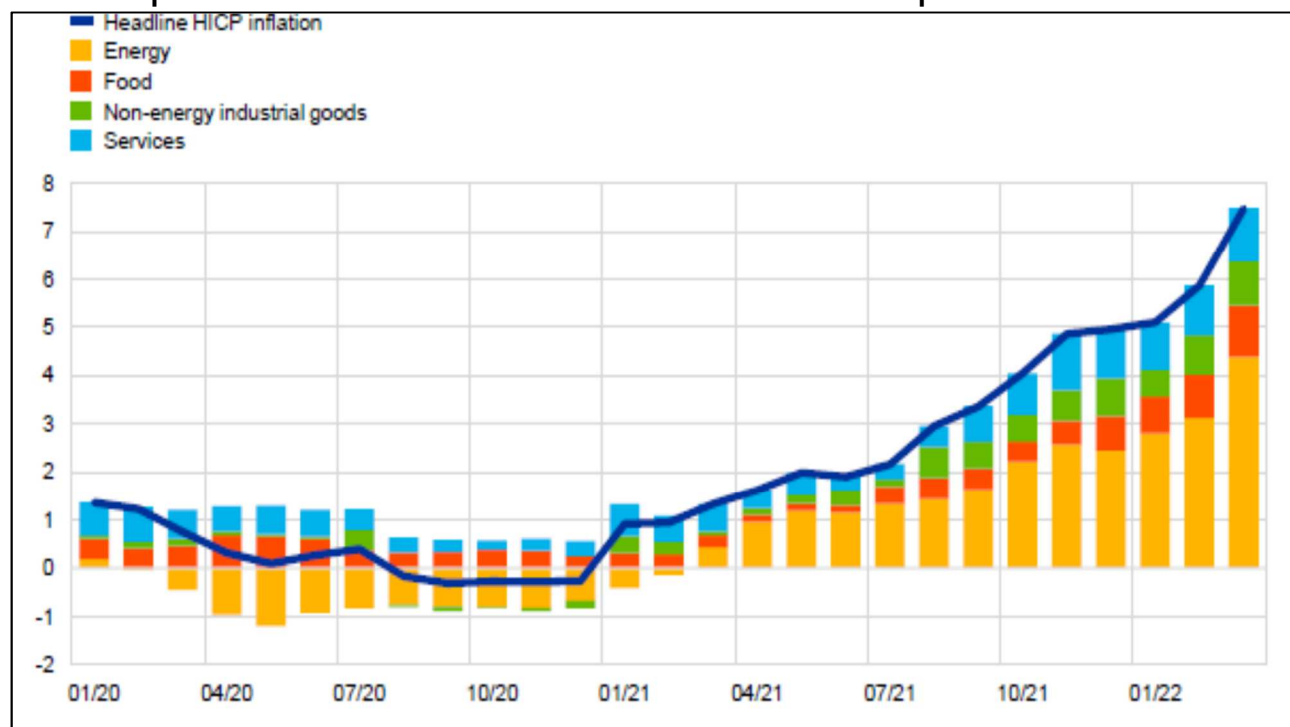
E' la situazione che stiamo vivendo oggi. Il precedente storico più significativo fu l'aumento del prezzo del petrolio negli anni 1970 (aumentò di 10 volte tra 1971 e il 1979).

Prezzo del petrolio greggio e del gas naturale

	Maggio 2021	Maggio 2022	Variazione %
Petrolio greggio (\$ al barile)	62	111	+79%
Gas naturale (\$ x milione di BTU)	3	8	+167%

Inoltre, sono molto aumentati i prezzi di altre materie prime e semilavorati a causa della scarsa disponibilità dopo le chiusure anti-pandemiche.

Scomposizione del tasso d'inflazione complessivo della UEM (linea blu) per categorie di beni

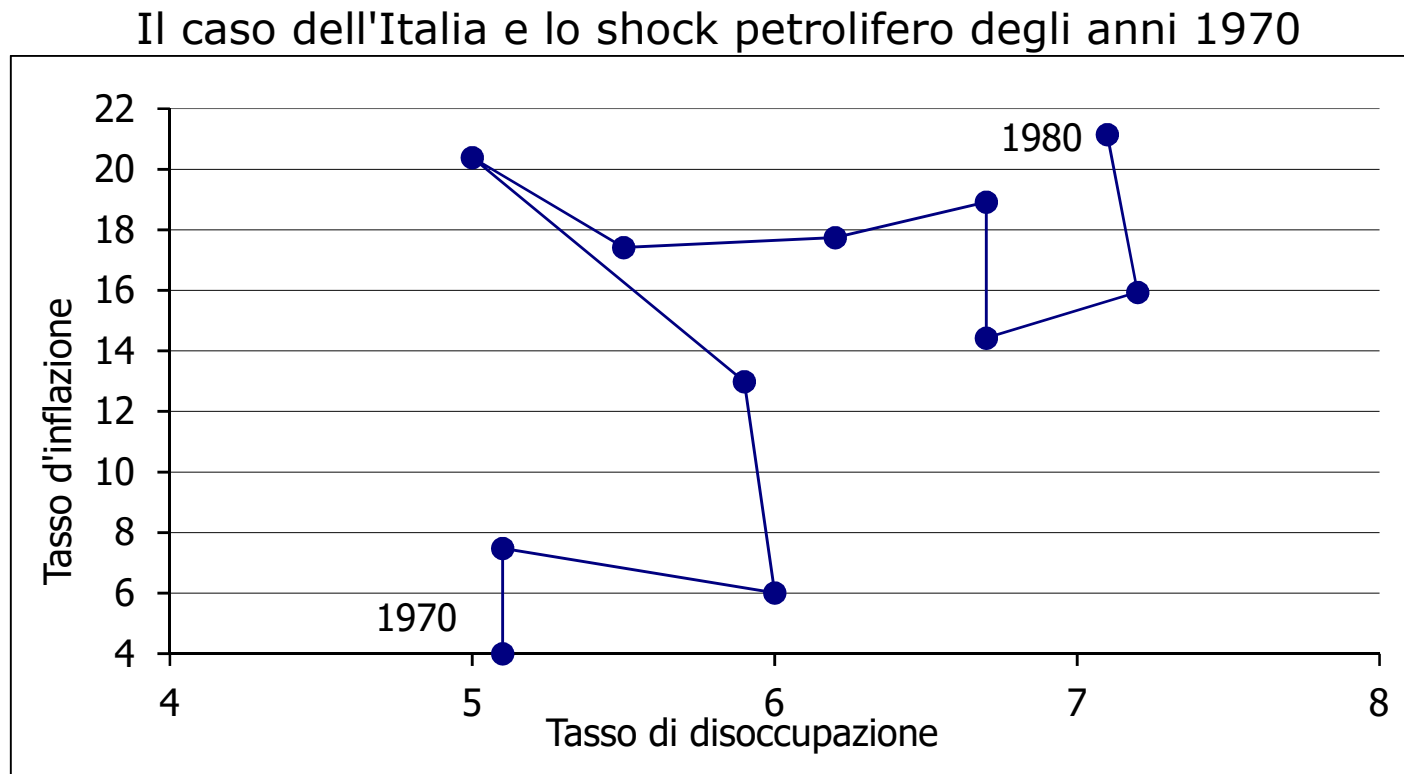


- La scomposizione per categorie di beni evidenzia che ca. 2/3 dell'inflazione è dovuta a "energia".
- Gli alimentari, i prodotti industriali e i servizi registrano un'inflazione poco sopra il 2%

Bollettino BCE, Aprile 2022

L'inflazione da costi importati, in genere, ha una conseguenza molto grave: l'aumento dei prezzi si accompagna a una riduzione sia della domanda aggregata, che della offerta aggregata, quindi del PIL, e dell'occupazione ("stagflazione")

Vale a dire, si rompe l'equilibrio inflazione-disoccupazione: **aumentano entrambe!**



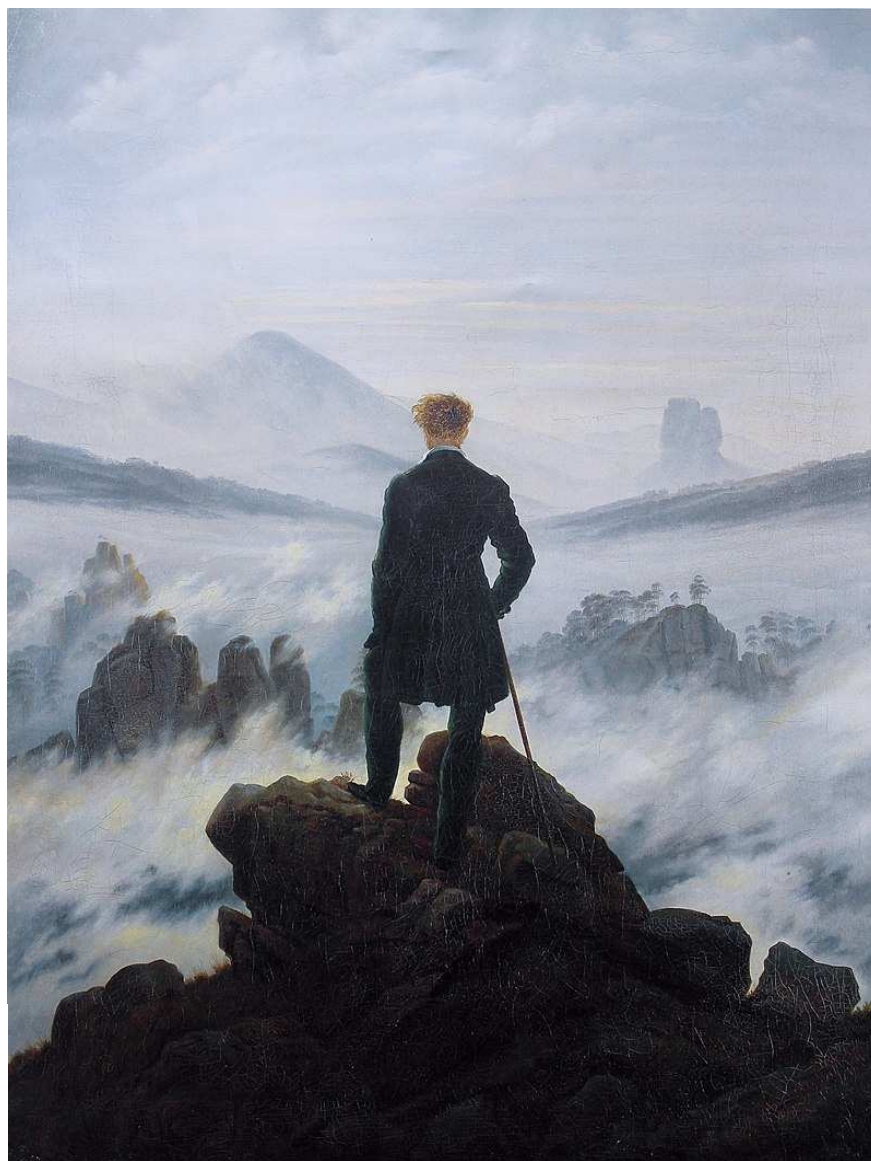
L'aumento dei termini di scambio per le materie prima determina un effetto negativo sul reddito della Zona Euro [...] L'effetto è stimato in circa 1,3 punti percentuali di PIL [...] Esso risulta peggiore rispetto a Stati Uniti e Regno Unito in quanto questi paesi sono meno dipendenti dalle fonti energetiche esterne.

Bollettino della BCE, Aprile 2022

In questo scenario, oggi le banche centrali fronteggiano il dilemma tra combattere l'inflazione (politica monetaria restrittiva) e sostenere l'attività economica e l'occupazione (politica espansiva o almeno neutrale).

L'aggressione della Russia all'Ucraina sta causando enormi sofferenze. Ha inoltre ripercussioni sull'economia, in Europa e al di là dei suoi confini. Il conflitto e l'incertezza connessa pesano considerevolmente sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Le turbative nell'interscambio determinano nuove carenze di materiali e input. L'impennata dei prezzi dell'energia e delle materie prime riduce la domanda e frena la produzione [...] L'inflazione è aumentata in misura significativa e rimarrà elevata nei prossimi mesi, soprattutto a causa del forte incremento dei costi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate in molti settori [...] Nelle attuali condizioni caratterizzate da elevata incertezza, il Consiglio direttivo manterrà gradualità, flessibilità e apertura alle opzioni nella conduzione della politica monetaria. Esso intraprenderà qualsiasi azione necessaria per adempiere il mandato della BCE di perseguire la stabilità dei prezzi e per contribuire a preservare la stabilità finanziaria.

BCE, Decisioni di politica monetaria, 14 Aprile 2022



Caspar David Friedrich, *Il viandante sul mare di nebbia*, 1818

