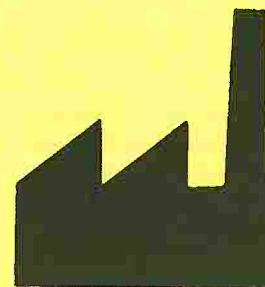


SCUOLA ECONOMIA



Supplemento di «Scuola ticinese» a cura del Gruppo di Lavoro Ticino di Gioventù ed Economia
Gruppo di Lavoro Ticino: presso Istituto Cantonale di Economia e Commercio, Stabile Torretta, 6501 Bellinzona
Internet: www.jugend-wirtschaft.ch, E-Mail: info@jugend-wirtschaft.ch
Segretariato centrale: Alte Landstrasse 6, 8800 Thalwil
Banca nazionale svizzera, Börsenstrasse 15, Casella postale, CH-8022 Zurigo
Internet: www.snb.ch, E-mail: snb@snb.ch
Settembre/Ottobre 2000

N. 19

Moneta e politica monetaria

M. Sophie Faber e Eveline Ruoss
Banca nazionale svizzera

Indice

1. A cosa serve la moneta?	1
2. Aggregati monetari	1
3. Storia e fondamenti della Banca nazionale	2
4. Strumenti di politica monetaria	3
5. Gestione dell'offerta di moneta	4
6. Trasmissione della politica monetaria	5
7. Limiti della politica monetaria	6
8. Costi dell'inflazione...	7
9. ...e della deflazione	8
10. Conclusioni	8

1. A cosa serve la moneta?

Quando compriamo il biglietto del cinema, paghiamo con del denaro. Al posto di lavoro, veniamo retribuiti in denaro. Per acquistare o vendere qualsiasi cosa, è più semplice e pratico ricorrere al denaro. Senza quest'ultimo, dovremmo continuamente domandarci quali siano i beni più richiesti e più facili da scambiare. Saremmo costretti a tenere in riserva una vasta gamma di beni, da offrire in cambio di quei beni che vogliamo procurarci. Sarebbe un sistema complesso e oneroso. Il denaro funge da *mezzo di scambio e di pagamento generalmente accettato*, riduce i costi degli scambi e permette una maggiore specializzazione; rappresenta inoltre uno strumento di misura del valore, facilitando il confronto fra i prezzi dei beni.

Il denaro – o in termini più generali la moneta – può assumere diverse forme. In passato, si utilizzavano soprattutto monete d'oro e d'argento, il cui valore di scambio coincideva generalmente con il valore del metallo che incorporavano. Il valore materiale della moneta è invece oggi irrilevante, se non addirittura nullo. Affinché la moneta continui ad essere accettata quale mezzo di pagamento e conservi il suo valore di scambio, è necessario contenerne l'offerta. Nella maggior parte dei paesi, una banca centrale

assolve questo compito praticando una politica monetaria nei limiti definiti dalla legislazione nazionale. In Svizzera, la banca centrale è la Banca nazionale svizzera (BNS).

2. Aggregati monetari

La delimitazione del concetto di moneta è parzialmente arbitraria. Sono pertanto entrate in uso differenti definizioni della moneta, le quali devono essere continuamente adeguate agli sviluppi del settore finanziario. In Svizzera, i mezzi di pagamento includono anzitutto il *contante in circolazione* (banconote e monete in franchi svizzeri) al di fuori del settore bancario. Ne fanno inoltre parte i *depositi a vista* in franchi presso le banche, che possono essere trasferiti ad ogni momento e senza restrizione alcuna da un conto all'altro o prelevati sotto forma di contanti. Contanti e depositi a vista costituiscono l'insieme dei mezzi di pagamento in senso stretto, detto anche *massa monetaria M_1* .

Altri tipi di depositi bancari sono abbastanza facili da convertire in contanti o in depositi a vista. La *massa monetaria M_1* , comprende perciò, oltre agli elementi di M_1 , i *depositi di risparmio* in franchi svizzeri detenuti dal pubblico presso le banche. Tali depositi, sebbene non siano di-

rettamente utilizzabili per effettuare pagamenti, sono facilmente e rapidamente convertibili in contanti entro il limite di prelievo. Oltre alle componenti di M_2 , la massa monetaria M_3 include i depositi a termine in franchi presso le banche che, di regola, non possono essere liquidati prima della scadenza; una liquidazione anticipata genera solitamente dei costi. Per tale ragione, il grado di liquidità dei depositi di risparmio è inferiore a quello dei depositi a termine, il quale, a sua volta, è inferiore a quello dei depositi a vista. Il criterio di delimitazione degli aggregati monetari è dunque il grado di liquidità delle rispettive componenti.

Il grafico 1 dà un'idea delle dimensioni relative degli aggregati monetari. La base monetaria o moneta centrale, vale a dire la moneta creata dalla BNS, è inclusa in questo grafico. La base monetaria comprende tutte le banconote in circolazione nell'economia più i depositi a vista che le banche detengono nei loro conti giro presso la BNS. (Poiché le banconote in circolazione comprendono le banconote detenute dalle banche, il loro valore è leggermente superiore a quello del contante in circolazione considerato per il calcolo di M_1 , M_2 e M_3 . Le monete, facendo solo parte del contante, sono di minore importanza).

Esiste uno stretto legame fra, da un lato, la base monetaria e, dall'altro, gli aggregati monetari M_1 , M_2 e M_3 . Ciò è ricondu-

cibile al fatto che, per creare moneta, le banche necessitano di mezzi liquidi sotto forma di moneta centrale. Le banche sono legalmente tenute a mantenere almeno il 2,5% dei loro impegni a corto termine (tra cui i depositi a vista del pubblico) sotto forma di depositi in conto giro, banconote oppure averi in conto corrente postale. Tuttavia, anche in assenza di quest'obbligo legale, le banche deterrebbero una certa quantità di moneta centrale. Da un lato, le banche necessitano di contanti per soddisfare alle richieste della loro clientela di convertire i depositi bancari in banconote e monete e, dall'altro, esse si servono degli averi in conto giro presso la BNS per effettuare i loro pagamenti senza contanti. In Svizzera, i pagamenti interbancari si svolgono attraverso il sistema SIC (Swiss Interbank Clearing System) gestito su mandato della BNS. I pagamenti da banca a banca effettuati tramite questo sistema sono eseguiti solo nel caso in cui la banca che li effettua dispone dei mezzi necessari sotto forma di averi in conto giro.

Approvvigionando le banche di liquidità, la BNS influisce in modo determinante sulla creazione monetaria delle banche e quindi sul volume dei mezzi di pagamento in circolazione nell'economia nazionale.

3. Storia e fondamenti della Banca nazionale

La banca centrale della Svizzera, la BNS, ha iniziato la sua attività nel giugno del 1907, quasi sessant'anni dopo la creazione dello Stato federale svizzero.

Con la Costituzione del 1848, i Cantoni cedettero alla Confederazione il monopolio del conio della moneta, mentre l'emissione delle banconote restò di competenza delle banche private e cantonali. Nel 1880 si contavano in Svizzera 36 istituti d'emissione. Nel 1891 soltanto la Confederazione ottenne il diritto esclusivo di emettere banconote. La revisione dell'articolo costituzionale conferì alla Confederazione il diritto di cedere il monopolio dell'emissione ad una banca di Stato o ad una banca centrale per azioni amministrata sotto la sorveglianza dello Stato. Dopo diversi tentativi falliti, nel 1905 il parlamento e il popolo approvarono l'istituzione di una banca d'emissione che avesse la forma giuridica di una società per azioni.

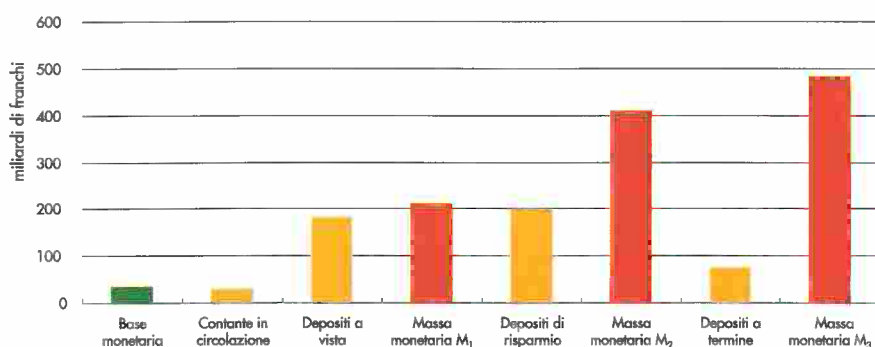
La BNS è una banca per azioni di diritto speciale. Le disposizioni del Codice delle obbligazioni relative alle società per azioni le sono applicabili nella misura in cui la Legge sulla banca nazionale (LBN) non prevede disposizioni differenti.

Le azioni della BNS sono quotate in borsa e detenute, per due terzi circa, da banche cantonali e altri enti di diritto pubblico e, per il rimanente terzo, da azionisti privati. La Confederazione non possiede azioni della BNS.

Oltre ai compiti, agli strumenti e all'organizzazione della BNS, la Legge sulla Banca nazionale stabilisce il modo di ripartizione dell'utile e il concorso della Confederazione. Secondo l'articolo 2 LBN fondato sull'articolo 99 Cost, il mandato della BNS è di condurre una politica monetaria nell'interesse generale del paese. Inoltre, per l'interpretazione del suo mandato, la BNS si riferisce all'articolo 100 Cost, che esige dalla Confederazione provvedimenti per un'equilibrata evoluzione congiunturale, volti in particolare a prevenire la disoccupazione e il rincaro.

I ricavi provenienti dalle riserve di divise costituiscono per la BNS la principale fonte d'introiti. In merito alla ripartizione dell'utile, l'articolo 99 Cost e l'articolo 27 LBN stabiliscono che, dopo un'attribuzione al fondo di riserva e l'assegnazione

Grafico 1: Definizioni della massa monetaria



media annuale 1999

contante in circolazione: banconote e monete in circolazione

M_1 : contante in circolazione

+ depositi a vista in franchi detenuti presso banche e posta da persone domiciliate in Svizzera, inclusi i conti di transazione

M_2 : M_1

+ depositi di risparmio in franchi detenuti presso banche da persone domiciliate in Svizzera, esclusi i conti di previdenza e di libero passaggio

M_3 : M_2

+ depositi a termine in franchi detenuti presso banche da persone domiciliate in Svizzera

Politica monetaria, articolo 99 Cost

- 1 Il settore monetario compete alla Confederazione; essa soltanto ha il diritto di battere moneta e di emettere banconote.
- 2 La Banca nazionale svizzera, in quanto banca centrale indipendente, conduce una politica monetaria nell'interesse generale del Paese; è amministrata con la collaborazione e sotto la vigilanza della Confederazione.
- 3 La Banca nazionale svizzera costituisce sufficienti riserve monetarie attingendo ai suoi proventi; parte di tali riserve è costituita in oro.
- 4 L'utile netto della Banca nazionale spetta per almeno due terzi ai Cantoni.

di un dividendo massimo del 6 %, l'utile netto della BNS sia ripartito tra la Confederazione e i Cantoni. I Cantoni ricevono prioritariamente un importo di 80 centesimi per abitante. L'eventuale eccedenza spetta quindi per i due terzi ai Cantoni e per un terzo alla Confederazione. Tuttavia, la legge non indica in quale misura delle riserve superiori al fondo di riserva legale possano essere costituite. La Costituzione prevede unicamente che la BNS, attingendo ai suoi proventi, costituisca riserve in misura sufficiente. Da alcuni anni, la BNS provvede ad ampliare i suoi accantonamenti allo stesso ritmo di crescita del prodotto nazionale lordo nominale; tali accantonamenti vengono utilizzati per costituire nuove riserve di divise. In base ad una previsione dell'utile, il Consiglio federale e la BNS hanno fissato di comune intesa, per il periodo 1999-2003, a 1,5 miliardi di franchi i versamenti annuali destinati alla Confederazione e ai Cantoni.

La BNS è amministrata con la collaborazione e sotto la vigilanza della Confederazione. Il Consiglio federale nomina la Direzione generale e parte dei membri delle autorità; approva inoltre il conto annuale e il rapporto di gestione. Nella gestione della sua politica monetaria, la BNS gode tuttavia di un alto grado di *indipendenza*, voluto dal legislatore e ancorato nella Costituzione. L'esperienza dimostra infatti che laddove le banche centrali sottostanno alle istruzioni del governo e del parlamento, la politica monetaria è spesso messa al servizio di interessi politici. Gli abusi possono consistere in una politica monetaria espansiva negli anni in cui si svolgono elezioni, fino al finanziamento diretto delle spese dello Stato; ne consegue, in entrambi i casi, un aumento dell'inflazione.

4. Strumenti di politica monetaria

La Legge sulla Banca nazionale contiene un elenco degli strumenti di cui la BNS dispone per la gestione della liquidità del settore bancario e quindi per l'attuazione della sua politica monetaria. Nella pratica, la BNS si serve essenzialmente di tre strumenti: operazioni pronti contro termine, swaps di divise e anticipazioni su pegno. I suoi partner commerciali sono soprattutto le grandi banche con sede in Svizzera. Tutte le operazioni sono concluse volontariamente.

Operazioni pronti contro termine

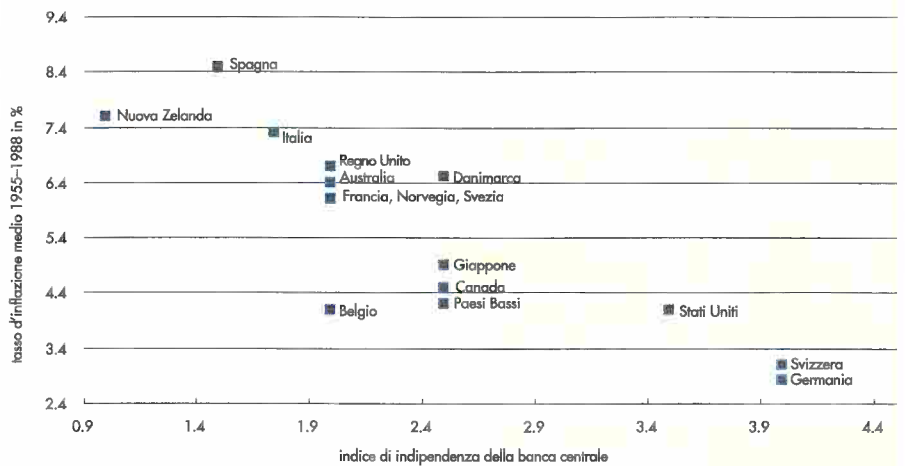
Le operazioni pronti contro termine rappresentano per la BNS il più importan-

te strumento di politica monetaria. In un'operazione pronti contro termine (detta anche repo, dall'inglese «repurchase agreement») una banca vende alla BNS titoli di valore contro averi in conto giro. Simultaneamente, la banca si impegna a riacquistare dalla BNS, ad una data determinata, la medesima quantità di titoli dello stesso tipo. Per la durata dell'operazione, la banca paga alla BNS un tasso pronti contro termine. Se il prezzo dei titoli che fungono da garanzia cala nel corso dell'operazione, la banca dovrà fornire titoli supplementari; se invece sale, la BNS dovrà fornire altri contanti. Un'operazione pronti contro termine corrisponde perciò ad un credito garantito da titoli. La durata delle operazioni pronti contro termine della BNS varia da un giorno ad alcuni mesi.

Swaps di divise

In uno swap di divise, una banca commerciale vende alla BNS valute estere (divise) in cambio di averi in conto giro e, simultaneamente, le riacquista a termine. La durata degli swaps di divise varia solitamente da uno a sei mesi. Rispetto alle operazioni pronti contro termine, gli swaps di divise presentano due inconvenienti: da un lato, un rischio di credito, poiché gli swaps di divise non comportano un obbligo di forniture addizionali in caso di indebolimento della valuta estera; dall'altro, un rischio di non adempimento, dal momento che, a differenza delle

Grafico 2: Indipendenza delle banche centrali e inflazione



Il grafico 2 illustra la correlazione tra il grado d'indipendenza della banca centrale e il tasso d'inflazione medio negli anni 1955-1988 in diversi paesi. I paesi in cui le banche centrali godono di un'indipendenza relativa presentano un tasso d'inflazione nettamente inferiore rispetto ai paesi in cui le banche centrali subiscono una forte influenza politica. Negli anni Novanta, la maggior parte delle banche centrali hanno ottenuto lo statuto di banca nazionale indipendente dal potere politico. Per i partecipanti all'Unione monetaria europea si trattava addirittura di una condizione preliminare per la loro ammissione.

operazioni pronti contro termine, pagamento e consegna non sono simultanei.

Anticipazioni su pegno

In caso di scarsità acuta di liquidità, le banche possono richiedere alla BNS un'anticipazione su pegno. Il credito non può superare un limite convenuto preliminarmente ed è garantito da titoli consegnati in deposito. Il tasso delle anticipazioni su pegno, o tasso lombardo, è fissato a due punti percentuali al di sopra del tasso dei prestiti giorno per giorno. Le anticipazioni su pegno sono quindi relativamente costose e le banche vi ricorrono soltanto se confrontate ad una situazione d'emergenza.

Le operazioni di sconto – strumento tradizionale della BNS – hanno progressivamente perso importanza nel corso degli ultimi decenni. In un'operazione di sconto, una banca commerciale vende alla BNS titoli (cambiali) prossimi alla scadenza, ottenendo in cambio averi in conto giro. Il tasso di sconto è il tasso che la BNS deduce dal valore del titolo. A partire dal 1993, la BNS non ha più svolto operazioni di sconto e, dall'inizio del 2000, ha definitivamente rinunciato a pubblicare il tasso di sconto.

5. Gestione dell'offerta di moneta

Il compito principale della BNS è quello di regolare l'approvvigionamento di moneta in modo tale che l'economia possa utilizzare appieno il suo potenziale di produzione e che la moneta possa conservare, nella misura del possibile, il suo potere d'acquisto. Se l'offerta di moneta è troppo elevata, la domanda di beni e servizi si accresce in modo eccessivo, le capacità produttive dell'economia risultano insufficienti e i prezzi aumentano – nasce allora l'inflazione. Inversamente, se la quantità di moneta in circolazione è insufficiente, la domanda di beni e servizi diminuisce, le capacità produttive sono in parte inutilizzate e i prezzi calano – in questo modo si sviluppa la deflazione. Tanto l'inflazione quanto la deflazione sono fenomeni da evitare, poiché generatori di costi per l'economia nazionale.

La BNS deve quindi cercare di dosare l'offerta di moneta in modo tale che la liquidità presente nell'economia permetta di acquistare beni e servizi a dei prezzi stabili.

Una delle difficoltà maggiori della politica monetaria consiste nel fatto che un dosaggio errato della massa monetaria non si ripercuote immediatamente sui prezzi. Spesso, gli effetti sono percettibili soltanto dopo alcuni anni. La BNS deve perciò mostrarsi previdente nel prendere le sue decisioni di politica monetaria. Questa necessità spiega l'importanza fondamentale di disporre di indicatori che anticipino il più possibile gli sviluppi futuri del rincarato; fra tali indicatori troviamo gli aggregati monetari. Servendosi di alcuni modelli, la BNS cerca di determinare qua-

le il tasso di crescita degli aggregati monetari sia compatibile con la stabilità dei prezzi a lungo termine. Se la crescita degli aggregati monetari supera per un lungo periodo questo tasso neutrale, nasce il rischio d'inflazione. Inversamente, se gli aggregati monetari crescono troppo lentamente, insorge il rischio di deflazione.

La BNS, tuttavia, non può riferirsi unicamente agli aggregati monetari. In un'analisi più ampia, le informazioni sull'evoluzione degli aggregati sono confrontate ad altri indicatori e, in tal modo, verificate.

Creazione di moneta da parte delle banche

Molteplici sono i fattori che influiscono sulla creazione di moneta e di credito nel sistema bancario. Con un semplice esempio è tuttavia possibile illustrarne il meccanismo di base.

Immaginiamo dapprima un mondo senza banche commerciali, nel quale le banconote emesse dalla banca centrale costituiscono l'unico mezzo di pagamento. In questo esempio ipotetico, poniamo che la massa monetaria, pari alla somma delle banconote in circolazione, sia di mille franchi. Ammettiamo ora che venga fondata la banca A e che il pubblico vi depositi le proprie banconote, in cambio di un interesse. La massa monetaria rimane pari a mille franchi. Tuttavia, non è più costituita da banconote, bensì da averi a vista presso la banca A.

La banca è cosciente del fatto che il pubblico potrebbe prelevare in qualsiasi momento questi averi a vista, ma sa pure che è ben poco probabile che tutti i depositanti lo facciano allo stesso tempo. Per tale ragione, la banca detiene in riserva solo una parte delle banconote, e si serve delle rimanenti per concedere un credito sul quale esige il pagamento di un interesse. Supponiamo che trattenga come riserva il 20% delle banconote, ossia duecento franchi, e ceda in prestito i rimanenti ottocento franchi. In questo modo, la banca A accresce di ottocento franchi i mezzi di pagamento a disposizione del pubblico, portandoli a 1800 franchi. Di questi 1800 franchi, mille sono costituiti da averi a vista e ottocento da banconote.

Il processo di creazione di moneta non si conclude qui. Con gli ottocento franchi ottenuti, il beneficiario del credito paga beni e servizi; il venditore deposita quindi le banconote ricevute in pagamento presso la banca B, fondata nel frattempo. La banca B gli accredita ottocento franchi sotto forma di averi a vista, ne conserva il 20% quale riserva e presta i rimanenti 640 franchi. Così facendo, la banca B crea nuova moneta per un valore di 640 franchi. Il beneficiario del credito della banca B se ne serve per acquistare beni e servizi. Le banconote sono depositate presso la banca C che trattiene a sua volta una riserva del 20% e presta l'importo rimanente, pari a 512 franchi. In questo modo, le tre banche hanno creato moneta per un valore complessivo di 1952 franchi, triplicando quasi l'importo originario di mille franchi.

La creazione di moneta può ancora proseguire. Poiché, ogni volta, le banche trattengono quale riserva il 20% della somma depositata, i nuovi crediti concessi e i depositi corrispondenti diventano sempre più esigui. Il processo si conclude quando la somma iniziale di mille franchi è stata esaurita per costituire riserve. Con un tasso di riserva del 20%, questo momento sopraggiunge quando la somma dei crediti concessi dall'insieme delle banche ammonta a quattromila franchi e la massa monetaria complessiva è quindi pari a cinquemila franchi.

In questo esempio semplificato, si può esprimere il potenziale di creazione di moneta e di credito del sistema bancario con la formula $(1/TR) \cdot 1000$ franchi, dove TR è il tasso di riserva (nel nostro caso 0,2). La formula dimostra che l'ammontare dei crediti e depositi creati dalle banche sarà tanto più elevato, quanto più basso sarà il tasso di riserva. Questo modello fa astrazione da fattori diversi che possono influire sull'azione combinata di banca centrale, banche commerciali e pubblico. L'esempio permette tuttavia di comprendere chiaramente perché la massa monetaria è più ampia del volume di moneta creato dall'istituto d'emissione e perché il potenziale di creazione di moneta delle banche è limitato.

In particolare, il grado di utilizzo delle capacità produttive e la situazione sul mercato del lavoro, i tassi d'interesse e di cambio, l'evoluzione dei salari e diversi indici dei prezzi costituiscono dati di grande interesse. Il fine ultimo è quello di ricavarne un'immagine coerente della situazione economica e della futura evoluzione dei prezzi. Fondandosi su questa analisi, la BNS decide se mantenere inalterato o modificare il corso della sua politica monetaria.

6. Trasmissione della politica monetaria

Un meccanismo di trasmissione complesso lega l'uso degli strumenti di politica monetaria all'andamento del livello generale dei prezzi. Un cambiamento del corso di politica monetaria della BNS si ripercuote dapprima sui prezzi degli attivi patrimoniali esistenti (rendite, tasso di cambio, ecc.), quindi sulla produzione e sull'occupazione e soltanto alla fine sul livello generale dei prezzi, ossia sui prezzi di beni e servizi.

Il miglior modo di spiegare questo meccanismo di trasmissione è quello di ricorrere ad un esempio. Consideriamo a tale scopo una politica monetaria restrittiva, atta a ridurre il tasso d'inflazione (gli effetti di una politica monetaria espansiva sono simmetrici). All'inizio del periodo

Politica monetaria in un sistema di cambi fissi

In un sistema di cambi flessibili, la banca centrale può controllare il tasso d'interesse a breve o, rispettivamente, gli averi in conto giro delle banche, ed esercitare così una politica monetaria autonoma. Inversamente, la banca centrale non ha questa possibilità se è tenuta a mantenere il tasso di cambio ad un dato livello. In tal caso, l'istituto d'emissione deve difendere la parità stabilita con acquisti o vendite di divise contro valuta nazionale. Questa perdita d'autonomia impedisce alla banca centrale di reagire a perturbazioni di origine congiunturale, e il livello dei tassi d'interesse e il tasso d'inflazione si conformano a quelli esteri. La prospettiva di un tale adeguamento fa sì che paesi che durante diversi anni hanno dovuto far fronte ad un'inflazione e a tassi d'interesse elevati siano portati a legare la loro valuta nazionale ad una moneta estera stabile. Tali condizioni non sono tuttavia presenti in Svizzera; per scegliere fra tassi di cambio flessibili e fissi, è quindi necessario mettere a confronto i vantaggi derivanti da una politica monetaria autonoma con gli svantaggi legati alle oscillazioni del tasso di cambio.

considerato, la Svizzera si trova in una fase di surriscaldamento congiunturale. La domanda globale è vigorosa e supera il potenziale di produzione, causando aumenti dei prezzi. Per lottare contro il rincaro, la BNS deve limitare l'offerta di moneta riducendo la liquidità del settore bancario.

Effetti sugli interessi

Se le banche ottengono dalla BNS averi in conto giro in misura inferiore al necessario, il prezzo della liquidità sale. Sul mercato monetario, dove vengono tratta-

ti i capitali a corto termine, i tassi d'interesse aumentano. Per compensare l'incremento dei costi incorsi per procurarsi liquidità, le banche adeguano i tassi d'interesse applicati ai crediti alla loro clientela. I crediti di consumo e d'investimento diventano perciò più onerosi e il volume dei crediti e quello dei mezzi liquidi a disposizione del pubblico si contraggono. Il pubblico consuma meno e investe meno.

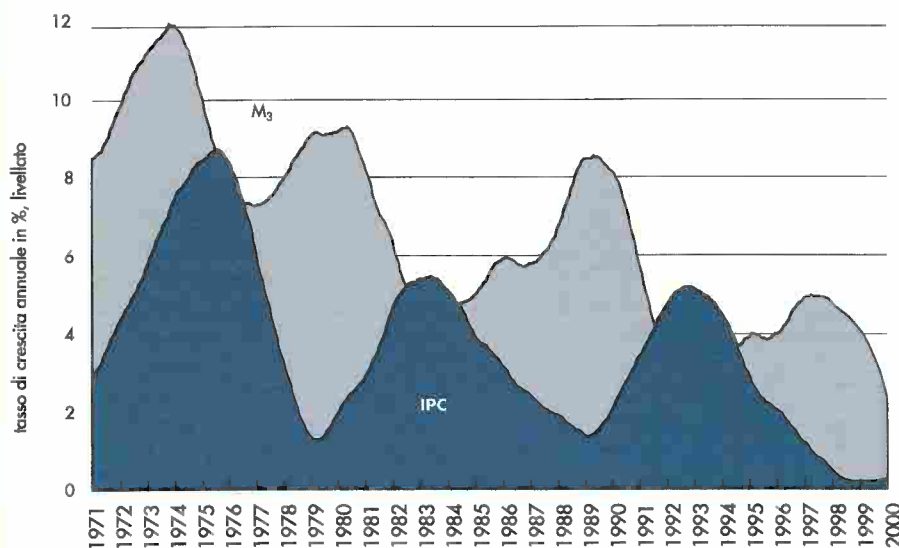
Effetti sui tassi di cambio

L'aumento dei tassi d'interesse sul mercato monetario rende più attraenti gli investimenti in franchi svizzeri. Si accresce così la domanda di investimenti in moneta elvetica e il corso del franco sale. I beni svizzeri diventano più costosi rispetto ai beni esteri. Le imprese che producono in Svizzera diventano meno competitive e hanno minori possibilità d'esportazione. Contemporaneamente, le economie domestiche e le imprese svizzere acquistano beni importati in maggiore quantità. La produzione interna, di conseguenza, si riduce.

Effetti sui prezzi di altri investimenti patrimoniali

In seguito al rialzo dei tassi d'interesse sul mercato monetario, il rendimento degli investimenti patrimoniali sostitutivi appare relativamente modesto. La domanda di obbligazioni, azioni e immobili subisce perciò una contrazione. Una certa pressione viene esercitata sui prezzi di questi investimenti e le loro rendite aumentano. In questo modo, il patrimonio delle economie domestiche e delle im-

Grafico 3: Crescita di M_3 e inflazione



Il grafico 3 indica i tassi di crescita annuali (livellati) di M_3 e dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (tasso d'inflazione). Come si può notare, una crescita forte e persistente della massa monetaria induce, a distanza di circa tre anni, un aumento dell'inflazione.

Variazioni del livello dei prezzi – variazioni dei prezzi relativi

Le variazioni del livello generale dei prezzi si misurano per mezzo di indici riferiti ad un paniere fisso. In Svizzera, l'indice più frequentemente utilizzato è l'indice nazionale dei prezzi al consumo, riferito a un paniere di duecento merci e servizi i cui prezzi sono rilevati ad intervalli regolari (di solito mensilmente). Il livello dei prezzi corrisponde alla media ponderata di questi prezzi. La ponderazione dei singoli beni riflette la composizione del consumo in un'economia domestica svizzera «normale».

E' necessario distinguere le variazioni del livello generale dei prezzi dalle variazioni dei prezzi relativi. Il prezzo relativo di un prodotto è il suo prezzo rispetto a quello di un altro prodotto. In un'economia di mercato, i prezzi relativi sono determinati dalla domanda e dall'offerta. I rapporti di scambio di parecchi beni hanno subito cambiamenti durevoli nel corso del tempo. I prodotti industriali, ad esempio, sono divenuti tendenzialmente sempre meno costosi rispetto ai servizi. Un esempio significativo in questi ultimi anni è costituito dall'evoluzione dei prezzi dei computer.

Punto di riferimento per la politica monetaria della BNS è il livello generale dei prezzi e non un prezzo relativo. La BNS mira ad evitare tanto l'inflazione (la tendenza all'aumento del livello generale dei prezzi) quanto la deflazione (la tendenza al calo del livello generale dei prezzi). Variazioni dei prezzi relativi possono dare ragguagli utili per la valutazione della situazione economica, ma non costituiscono, da soli, un motivo sufficiente per modificare il corso della politica monetaria.

prese in possesso di titoli e di immobili diminuisce, ciò che spinge quest'ultime a ridurre i loro consumi e investimenti.

Effetti sui crediti

Tassi d'interesse elevati inducono le banche a mostrarsi più prudenti nella concessione dei loro crediti. In effetti, il calo

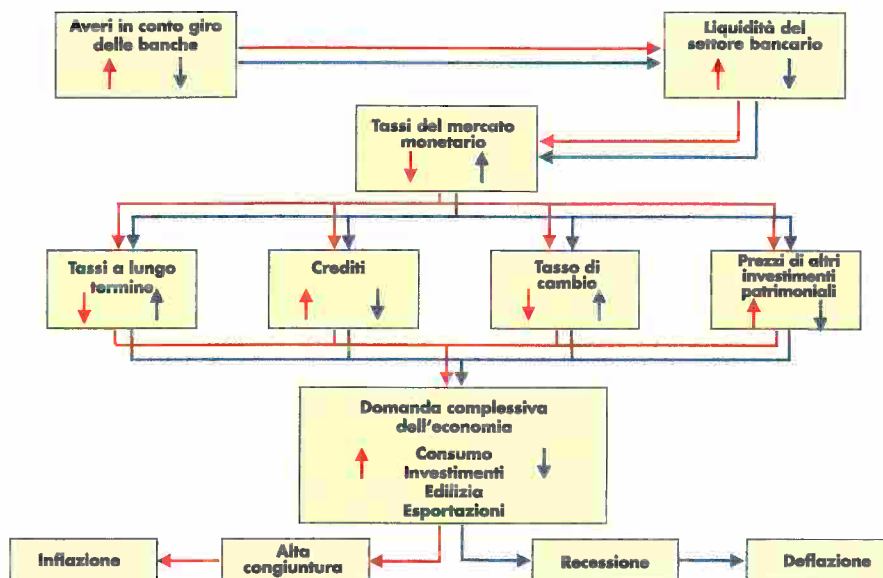
dei prezzi dei titoli e degli immobili provoca una contrazione del patrimonio delle economie domestiche e delle imprese e riduce la solvibilità dei debitori, che non possono più offrire alle banche le stesse garanzie che in passato. Inoltre, l'aumento dei tassi d'interesse accresce il rischio che i debitori non siano più in grado di rimborsare i loro crediti. Soltanto chi

svolge operazioni particolarmente rischiose, e quindi particolarmente remunerative, può ancora permettersi di pagare interessi elevati. In tal modo, il fallimento di un debitore diventa più probabile. Le banche, pertanto, non procederanno ad un aumento indiscriminato dei tassi d'interesse, ma applicheranno criteri più severi nel concedere i loro crediti.

Una politica monetaria restrittiva riduce la domanda globale per il tramite di tutti e quattro questi canali. Sui mercati dei beni e servizi, l'offerta di prodotti supera la domanda, e le capacità di produzione vengono utilizzate solo parzialmente. Per smaltire le scorte in eccesso e meglio utilizzare le capacità di produzione disponibili, le imprese limitano la loro produzione, riducono gli effettivi del personale e rinunciano ad aumenti di prezzo o accettano addirittura di concedere ribassi. In questo modo, l'inflazione si attenua e l'economia ritrova la via della stabilità dei prezzi.

Gradualmente entrano tuttavia in gioco le forze che permettono all'economia di uscire dalla recessione. Se l'inflazione si riduce, la BNS può allentare le redini della sua politica monetaria. I tassi d'interesse calano e con essi la domanda di investimenti in franchi svizzeri e il tasso di cambio. La diminuzione dei tassi d'interesse e l'indebolimento della moneta elvetica stimolano la produzione e l'occupazione. L'economia nazionale ritrova così il suo sentiero di crescita a lungo termine.

Grafico 4: Trasmissione degli impulsi della politica monetaria



Le frecce rosse indicano le ripercussioni di una politica monetaria espansiva, le frecce azzurre quelle di una politica monetaria restrittiva.

7. Limiti della politica monetaria

La politica monetaria può esplicare effetti considerevoli non soltanto sui prezzi, ma anche sull'economia reale. Ci si può quindi domandare perché non ricorrere in modo generale alla politica monetaria per indurre un aumento della crescita economica e dell'occupazione. Una tale impresa sarebbe tuttavia destinata a fallire. Se si tentasse di ottenere, per mezzo della politica monetaria, un tasso di crescita economica superiore al potenziale di crescita a lungo termine dell'economia nazionale, la produzione, a più o meno lunga scadenza, risulterebbe insufficiente, e il rincaro aumenterebbe. Con l'accelerarsi dell'inflazione, l'effetto stimolante iniziale di una politica monetaria espansiva verrebbe meno, mentre la crescita economica e la disoccupazione si ravvicinerebbero ai loro valori medi calcolati

sul lungo periodo. In altri termini, non è possibile ottenere benefici duraturi sulla crescita economica alle spese di un aumento dell'inflazione. Come illustrato nel grafico 5, i paesi con un alto tasso d'inflazione non presentano, nella media di diversi anni, tassi di crescita superiori a quelli dei paesi dove l'inflazione è più contenuta.

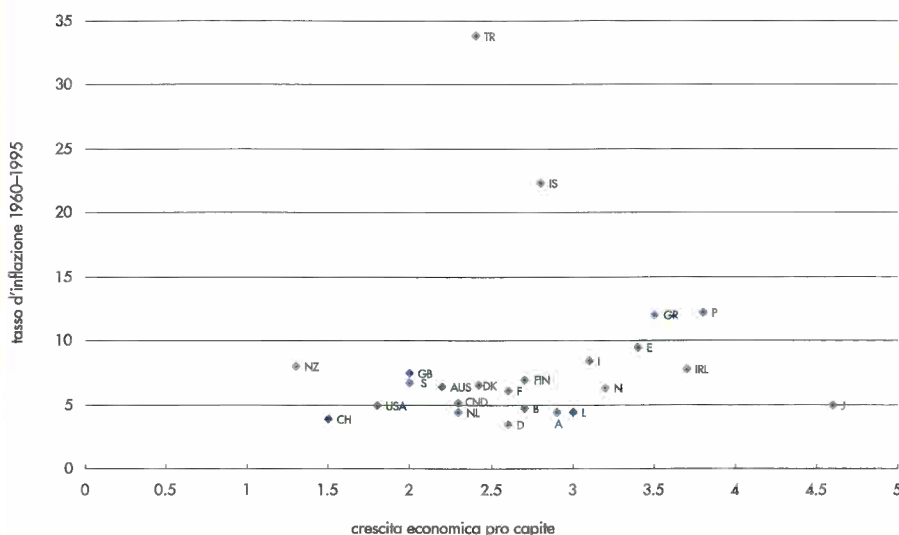
Il potenziale di crescita a lungo termine di un'economia è determinato da fattori indipendenti dalla politica monetaria. Di particolare importanza sono la disponibilità di manodopera come pure la sua qualificazione, nonché il capitale (macchina-

Strategia di politica monetaria della Banca nazionale

che si compone di tre elementi:

- Obiettivo principale della politica monetaria è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Per stabilità dei prezzi, la Banca nazionale intende un aumento annuo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo inferiore al 2%. Questo leggero margine di manovra verso l'alto, fra l'altro, tiene conto del fatto che l'indice dei prezzi al consumo sopravvaluta leggermente il rincaro effettivo. In particolare, problemi di misura nascono in caso di modifiche qualitative dei beni e servizi.
- La Banca nazionale fonda le sue decisioni di politica monetaria su una previsione d'inflazione per i tre anni successivi. Riferendosi al medio termine, la BNS tiene conto del tempo necessario per il trasferimento all'economia reale degli impulsi della politica monetaria, pur sottolineando il bisogno di reagire tempestivamente al pericolo d'inflazione. La previsione d'inflazione considera tutti gli indicatori di rilievo per l'evoluzione dei prezzi, fra cui, in particolare, gli aggregati monetari.
- Per gestire il mercato monetario, la Banca nazionale stabilisce una fascia di oscillazione per il tasso a tre mesi sui depositi in franchi svizzeri. Il tasso di riferimento è il Libor (London Interbank Offered Rate) a tre mesi, la cui fascia-obiettivo viene riesaminata ad intervalli periodici e, se necessario, adeguata. Tale fascia è fissata in base alla previsione d'inflazione e determina le linee direttrici che la BNS osserva nell'attuazione pratica della sua politica monetaria.

Grafico 5: Crescita economica e inflazione



Nel grafico 5 sono indicati la crescita reale media del prodotto interno lordo pro capite e il tasso d'inflazione medio dei diversi paesi dell'OCSE negli anni 1960-1995. Non si costata nessuna correlazione fra tassi d'inflazione elevati (o bassi) e tassi di crescita elevati (o bassi).

ri, infrastrutture, conoscenze tecniche) di cui è dotata l'economia. Anche la legislazione e il sistema fiscale rivestono una funzione importante. Una politica economica volta ad accrescere la capacità di produzione dell'economia deve quindi fare leva su questi fattori fondamentali della crescita economica.

8. Costi dell'inflazione...

L'inflazione non è un fenomeno inoffensivo, bensì è causa di costi per le economie domestiche e le imprese, motivo di cattivo funzionamento della moneta e fonte di ingiustizie sociali.

In un clima inflazionistico, i prezzi dei singoli beni non sono più veramente significativi. Diventa inoltre più difficile formulare aspettative sui prezzi e giungere alle giuste decisioni di consumo e d'investimento. La probabilità di prendere decisioni errate aumenta.

Inoltre, in periodo d'inflazione, la moneta non adempie più la sua funzione di mezzo di scambio. Se la moneta perde continuamente valore, si cercherà di possederne il meno possibile. Occorrerà perciò convertire frequentemente la moneta detenuta in altre forme d'investimento. L'amministrazione del patrimonio diventerà più complicata e costosa.

L'inflazione causa inoltre costi notevoli per il tramite del sistema fiscale. Infatti, in presenza d'inflazione, i risparmiatori esigono interessi più elevati per compensare la perdita di valore dei loro investimenti. Tuttavia, poiché il calcolo delle imposte esigibili si fonda sul reddito da interessi nominali, questa protezione dall'inflazione in parte è diminuita dalle imposte, e il potere d'acquisto del patrimonio si riduce.

L'inflazione può essere all'origine di ridistribuzioni importanti a carattere arbitrario, ciò che suscita un sentimento d'ingiustizia sociale. Mentre i debitori di importi nominali traggono beneficio da aumenti inattesi dell'inflazione, coloro che percepiscono un reddito proveniente da uno stipendio fisso o da una rendita, o coloro che hanno investito i propri averi in obbligazioni, obbligazioni di cassa o libretti di risparmio, subiscono delle perdite. Gli investimenti in beni reali, ad esempio in immobili, offrono generalmente una buona protezione contro l'inflazione, ma spesso non sono accessibili ai piccoli risparmiatori.

In presenza d'inflazione persistente, si assiste spesso alla diffusione di clausole di indicizzazione: stipendi, rendite e altri contratti sono costantemente adeguati in funzione delle variazioni dei prezzi al consumo. A prima vista, questi adeguamenti

consentono di ovviare alle ingiustizie sociali più importanti legate all'inflazione, ossia la redistribuzione arbitraria di redditi fra i vari gruppi sociali. Tuttavia, un'indicizzazione totale non può essere realizzata. L'inflazione, perciò, sarà sempre per alcuni fonte di guadagno e, per altri fonte di perdita.

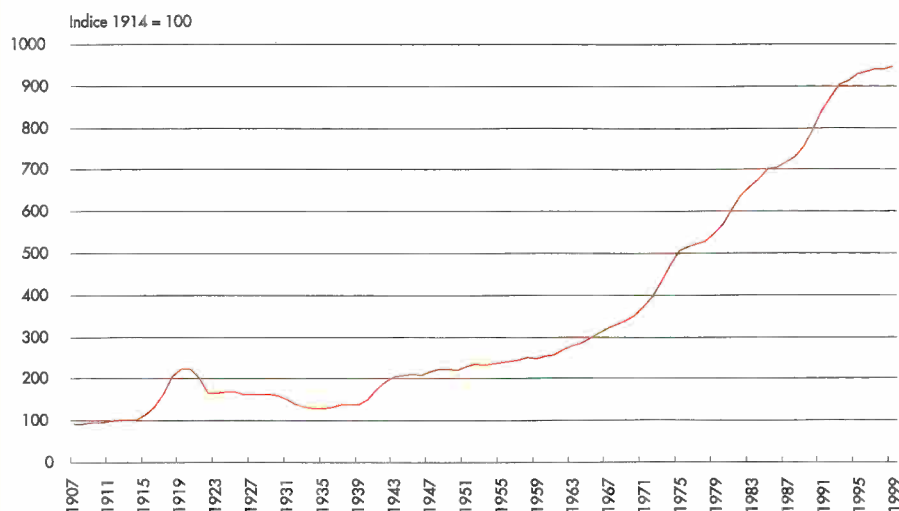
9. ...e della deflazione

La deflazione, il calo prolungato del livello dei prezzi, è temuta quanto l'inflazione. I principali motivi che fanno dell'inflazione un fenomeno nefasto si applicano anche alla deflazione.

In periodo di deflazione, le economie domestiche e le imprese, in attesa di un nuovo calo dei prezzi, esitano ad effettuare acquisti ed investimenti, rendendo difficile l'attuazione della politica monetaria. La situazione diventa pericolosa quando la deflazione danneggia il sistema finanziario. Poiché gli interessi nominali non possono essere inferiori a zero, gli oneri da interessi reali (interessi nominali più il tasso di deflazione previsto) aumentano quando i prezzi calano. Cresce perciò anche il potere d'acquisto al quale i debitori devono rinunciare per potere far fronte ai loro debiti. Se una parte considerevole dei debitori diventa insolvente, il sistema bancario e creditizio rischia di crollare e i fondi in deposito di essere distrutti. In tal caso, la banca centrale deve operare in senso contrario e impedire, per mezzo di una politica monetaria espansiva, una contrazione della massa monetaria.

I decenni successivi alla seconda guerra mondiale furono caratterizzati, nel mondo intero, da un massiccio aumento dei prezzi. Gli anni Novanta hanno invece visto moltiplicarsi le discussioni sui pericoli legati alla deflazione, dati i successi ottenuti nella lotta contro l'inflazione e, in Europa e in Giappone in particolare, dato il rallentamento della crescita economica rispetto al decennio precedente.

Grafico 6: Prezzi al consumo dal 1907



Il grafico 6 indica l'evoluzione dei prezzi al consumo dal 1907 al 1999. Il forte aumento dei prezzi durante la prima Guerra mondiale e la deflazione degli anni Trenta caratterizzano la prima metà del secolo. I prezzi sono aumentati fortemente negli anni Sessanta e all'inizio degli anni Settanta. In seguito, la loro crescita è risultata più contenuta.

10. Conclusioni

Il fascicolo che avete nelle vostre mani riassume la tematica della politica monetaria, dalla funzione e definizione della moneta in un'economia moderna, passando dagli strumenti e dall'impatto della politica monetaria fino ad arrivare ai costi sociali dell'inflazione e della deflazione. Al centro di tutto ciò si trova la banca centrale del nostro paese, la Banca nazionale svizzera. Il suo mandato è quello di condurre una politica monetaria nell'interesse generale del paese. Per assolverlo, la BNS provvede a mantenere un alto grado di stabilità dei prezzi.

La BNS osserva diversi indicatori atti ad evidenziare eventuali minacce inflazionistiche, fra cui gli aggregati monetari, l'andamento della congiuntura, i tassi di cambio e i tassi d'interesse. Se questi indica-

tori lasciano intravedere un surriscaldamento dell'economia e quindi un pericolo d'inflazione, la BNS conferisce un corso più restrittivo alla sua politica monetaria. Se gli stessi segnalano, inversamente, una tendenza alla recessione e quindi alla deflazione, la BNS procederà ad un allentamento della sua politica monetaria. A breve termine, un cambiamento del corso di politica monetaria si ripercuote sulla produzione e sull'occupazione. A lungo termine, la politica monetaria non può influenzare la crescita economica. Il tentativo di risolvere, con l'aiuto della politica monetaria, problemi strutturali di un'economia nazionale – come può essere una debolezza cronica della crescita economica o un persistente alto tasso di disoccupazione – è perciò poco promettente. La soluzione a tali problemi dev'essere ricercata in altri ambiti della politica economica.

Impressum



GIOVENTÙ ED ECONOMIA
JUGEND UND WIRTSCHAFT
JEUNESSE ET ECONOMIE

Editore

Gruppo di Lavoro Ticino
Gioventù ed Economia
Traduzione Claudia Forni

Stampa

EGGER AG, 3714 Frutigen
Postfach 77, Lindenmattstrasse 7