

MONETA

DI CLAUDIO GNESUTTA¹

L'attuale situazione di crisi nella quale la lunga recessione provoca pesanti perdite di produzione e di occupazione, si rinvigorisce la richiesta alle autorità monetarie (alla Banca centrale europea, per l'eurozona) di "creare moneta" per "far girare i soldi" intervenendo sulle banche perché allarghino il credito all'economia. In altri momenti, la richiesta di intervento è stata di segno opposto; in presenza di tensioni inflazionistiche, i richiami alla Banca centrale sono stati di contenere la crescita della moneta. Le condizioni monetarie dell'economia non dipendono solo dall'azione della Banca centrale, ma a esse contribuiscono anche le banche e gli altri intermediari finanziari che operano all'interno di un contesto istituzionale complesso e in continuo mutamento.

Per presentare il ruolo che svolge la moneta nel funzionamento dell'economia si devono affrontare quattro questioni: (1) cosa si intende per moneta; (2) chi, e come, ne può modificare la quantità; (3) quale influenza ha la sua dinamica sugli equilibri produttivi; (4) chi, con quali strumenti e per quali obiettivi, ha il compito di governare la sua evoluzione. Sono i punti in cui si articola il presente testo avendo come riferimento il nostro attuale sistema istituzionale.

1. CHE COS'È MONETA?

Tutti abbiamo esperienza della moneta e sappiamo che quei pezzi di carta, o quei tondi metallici, ci consentono di acquistare libri e scarpe, pagare un pranzo al ristorante o un volo per le Canarie. Tuttavia così dicendo ci accorgiamo immediatamente che non sono solo quei pezzi di carta o di metallo a permetterci gli acquisti desiderati dato che possiamo utilizzare anche assegni, carte di credito, bonifici bancari anche on-line. Nelle realtà di mercato, dove il momento in cui si percepisce il reddito è diverso da quello della spesa, è essenziale avere

¹ Docente di Economia politica, Macroeconomia, Economia monetaria e Politica economica nella Facoltà di Scienze economiche e bancarie di Siena, nella Facoltà di Giurisprudenza di Firenze e nella Facoltà di Economia dell'Università "La Sapienza di Roma", claudio.gnesutta@uniroma1.it

strumenti che facciano da ponte in questo intervallo di tempo: la moneta è questo strumento.²

Concentriamoci sulla moneta come strumento per realizzare lo scambio. Nell'atto di acquisto-vendita, essa si presenta come un *mezzo di pagamento* che facilita il trasferimento dei beni dal venditore all'acquirente. Per essere un efficiente intermediario nello scambio, l'oggetto-moneta deve possedere determinate caratteristiche; se lo dobbiamo tenere in tasca nell'attesa di decidere se, quando e dove utilizzarlo, allora non deve essere troppo ingombrante e soprattutto deve garantire che, nel frattempo, il suo potere di acquisto non diminuisca. Si comprende allora come sia stata lunga la selezione dei materiali più idonei a garantire la maneggevolezza, la riconoscibilità, il grande valore in poco spazio, la fiducia nella costanza del suo valore nel tempo che deve avere una moneta. Se nelle economie pastorali le pecore potevano costituire una buona soluzione, nelle successive economie mercantili fino all'età moderna l'oro e l'argento sono stati il materiale più appropriato, per essere sostituito ai nostri giorni da particolari tipi di carta o da scritture contabili (quelle concernenti i depositi in banca) fino a ridursi, nell'emergente moneta elettronica, a un semplice click.

La moneta ha anche un'altra funzione importante per gli scambi: essere l'*unità di conto*, la misura con la quale sono espressi i prezzi (monetari) dei beni. È esperienza comune che tutti i cartellini dei prezzi sono espressi nella stessa unità monetaria, l'euro nell'attuale esperienza. Ciò rende possibile l'immediato confronto tra il valore di due beni. Se un vestito costa 200 euro, un paio di scarpe costa 100 euro e un viaggio in aereo 400 euro, sappiamo subito che, in termini relativi, un vestito costa il doppio delle scarpe e la metà del viaggio in aereo; in una situazione di assenza di moneta – un'economia di baratto – occorre stabilire il *prezzo relativo* per ogni coppia di beni che, nel caso semplice dei tre beni sono solo tre (i prezzi delle combinazioni vestito/scarpe, vestito/viaggio, scarpe/viaggio), ma, nel caso dell'enorme numero delle merci che circolano, il loro numero aumenta esponenzialmente.

² Per quanto ovvio, va rilevato che moneta e reddito (produzione e spesa) sono realtà diverse, anche se i redditi che incassiamo e la spesa che effettuiamo prendono spesso forma monetaria. Ciò per avvertire che la creazione di moneta non è condizione né necessaria, né sufficiente per generare reddito.

Perché la moneta sia detenuta per scambi futuri, previsti e impreveduti, è essenziale che chi ne ha la disponibilità sia convinto di poter disporre anche in futuro del suo attuale potere di acquisto. Pur nella sua complessa evoluzione, la moneta ha sempre presentato alcuni caratteri - essere accumulabile e godere della fiducia di conservare nel tempo il proprio valore - che sono essenziali per la sua terza funzione, quella di essere un *portavalori nel tempo e nello spazio*, ovvero idonea per regolare, in luoghi o in momenti diversi, gli obblighi di pagamento. La capacità di conservare nel tempo il suo valore non è legata alla sua materialità (le pronunciate oscillazioni dell'oro sul mercato libero rendono incerto il suo potere d'acquisto futuro), bensì, come si vedrà, all'assetto istituzionale in cui essa opera.

Le tre funzioni della moneta (mezzo di pagamento, unità di conto, portavalori nel tempo e nello spazio) sono tra loro strettamente intrecciate: essere unità di conto ne rafforza l'utilizzo come mezzo di scambio ed essere mezzo di scambio generalmente accettato la sostiene come portavalori nel tempo e nello spazio. Va anche sottolineato come, nell'attuale realtà, gli strumenti monetari divengono sempre più immateriali non solo perché molto più pratici, ma per l'ampio e affidabile apparato posto a garanzia del loro valore futuro. La fiducia di cui gode la moneta è allora frutto di una convenzione sociale che conferma la convinzione che il sistema di relazioni monetarie sia stabile; ma, come tutte le convenzioni, essa è una costruzione sociale e la sua stabilità si fonda sulla convenienza - promossa anche da norme legali - a rispettarla in quanto cruciale per il funzionamento e la stabilità della società.

Se questi sono i connotati essenziali, non si può non rilevare che strumenti differenti sono concretamente utilizzati negli scambi come moneta. La forma di moneta più nota è quella prodotta dalla Zecca - le banconote della banca centrale e la moneta metallica, definite nel loro complesso come *moneta legale* - utilizzata ampiamente negli scambi correnti di ammontare limitato. Nella realtà quotidiana, per i pagamenti si ricorre - a seconda del tipo di bene, dell'importo, della controparte - anche ai bancomat o alle carte di credito, all'emissione di assegni bancari o ai bonifici anche on-line. Cosa hanno in comune questi diversi modi di regolare le transazioni? Consideriamo l'utilizzo del bancomat; esso è un semplice dispensatore di banconote, un sostituto del nostro portafoglio, al quale

accediamo o per avere liquidi in tasca o per acquisti (POS). Siamo autorizzati al prelievo perché abbiamo un conto di deposito presso una banca che ci permette di disporre dei nostri fondi senza doverci recare ai suoi sportelli: la moneta è quella depositata e il bancomat è un mezzo tecnico per utilizzarla più comodamente. I depositi bancari sono moneta (*moneta bancaria*) poiché, in base al relativo contratto, ci aspettiamo che la banca ci fornirà il contante su nostra semplice richiesta: avere banconote in tasca o fondi depositati "a vista" è la medesima cosa, sempreché non vi siano timori per la solvibilità della banca.

L'aggregato della moneta legale e dei depositi bancari (a vista) costituisce un primo importante aggregato monetario (indicato spesso con M1), al quale si affiancano due altri aggregati (individuati con M2 e M3)³ che comprendono attività finanziarie in grado di trasformarsi in mezzi di pagamento in tempi rapidi e senza costi significativi. Sono i depositi (bancari e postali) a risparmio, i certificati di deposito, i pronti contro termine, i titoli del mercato monetario e altri ancora che possono essere trasformati agilmente in contante, anche se, per i procedimenti di liquidazione più complessi, sono più idonei come portavalori che come mezzi di pagamento. In definitiva, esiste *una* funzione, l'essere "moneta", svolta però da *molteplici* strumenti tecnici.⁴

Due considerazioni vanno fatte prima di procedere nel discorso. La prima per ribadire l'importanza che riveste, nell'individuazione degli strumenti che sono moneta, la fiducia che gli impegni contrattuali riguardanti le diverse forme monetarie (depositi, certificati, pronti contro termine ecc.) saranno pienamente rispettati in futuro, anche per il supporto, come vedremo, di opportune istituzioni economiche e sociali. La seconda per rilevare che, quando utilizziamo, per i nostri pagamenti, assegni bancari, bonifici, bancomat, carte di credito, non sempre i nostri depositi sono sufficienti; nel caso il nostro conto sia o vada "in rosso", il pagamento può essere rifiutato dalla banca, a meno che non sia disposta a farci *credito*; in questo caso, la moneta di cui entriamo in possesso non proviene da

³ La decisione di quali strumenti finanziari sono considerati moneta ha carattere convenzionale poiché si basa sulla valutazione della capacità dello specifico strumento tecnico-contrattuale di trasformarsi rapidamente e con costi trascurabili in contante. In una realtà finanziaria di innovazioni contrattuali non si ha mai una loro selezione definitiva; da qui le periodiche riformulazioni degli aggregati M1, M2, M3,

⁴ Per la definizione di moneta si veda il Riquadro 1, per la sua composizione anche quantitativa la Tabella 1 e per la sua evoluzione negli ultimi anni la Tabella 3/Grafico 1.

fondi in precedenza depositati, ma sono creati *ex-novo* per noi. Introduciamo così il prossimo tema.

2. CHI CREA LA MONETA E COME?

Se la definizione di moneta contiene elementi di convenzionalità, allora è inevitabile che essa sia il prodotto di una prassi comunemente accettata. L'osservazione che la moneta bancaria è una passività, un obbligo, delle banche, ci induce a ritenere che anche le altre forme di moneta, compresa quella emessa dalla banca centrale, siano delle passività finanziarie. Per sostenere ciò, partiamo dal caso in cui il singolo beneficia dei mezzi di pagamento perché la banca è disposta a concedergli credito nella convinzione-valutazione che sarà in grado di rimborsarli in futuro. Con i fondi ottenuti egli può regolare i suoi acquisti e l'acquirente che beneficia del ricavato lo deposita presso la propria banca; per l'economia nel suo complesso, i depositi (la moneta bancaria) sono aumentati: la *concessione di credito* da parte della banca ha generato un *aumento della quantità di moneta* in circolazione. L'aspetto decisivo è il credito concesso, poiché nel caso il cliente avesse avuto sufficienti fondi nel suo conto, il pagamento avrebbe aumentato i depositi del venditore, ma avrebbe diminuito i suoi e la compensazione dei due movimenti avrebbe lasciato immutato il volume complessivo di moneta bancaria.

Se è il credito a creare la moneta, allora l'affermazione che sono le scelte delle banche nel finanziare l'economia a determinare l'ammontare di moneta bancaria in circolazione richiede alcune qualificazioni. È prassi contabile che il controvalore del credito concesso da una banca a un proprio cliente (attraverso aperture di credito, prestiti personali, mutui immobiliari ecc.) sia accreditato sul suo conto; al maggior credito registrato all'attivo della banca si contrappone il nuovo deposito nel suo passivo. Nel momento in cui il cliente spende i fondi ottenuti, essi, come si è detto, si trasferiscono nei depositi della controparte, di norma presso un'altra banca. La maggiore disponibilità di liquido può indurre il beneficiario a spenderla sul mercato, per cui i fondi creati con il credito circolano e passano di mano in mano, sparendo dai conti dei successivi compratori per riapparire in quelli dei venditori. La moneta una volta creata deve essere necessariamente detenuta da qualcuno, a meno che, in questi movimenti, non sia utilizzata per rimborsare

vecchi prestiti. Se ciò si dovesse verificare, l'effetto espansivo del prestito originario risulta, parzialmente o totalmente, neutralizzato: alla primitiva creazione di moneta segue una sua, parziale o totale, distruzione. Analogo effetto compensativo si ha quando la banca, nel concedere il prestito a un suo cliente, richiede ad altri, ritenuti meno affidabili, di rientrare dalla loro posizione debitoria; non varia l'attivo e non varia di conseguenza nemmeno il passivo bancario.

La quantità di moneta (bancaria) presente nel sistema economico non è solo l'effetto netto tra nuovi prestiti e rimborsi dei vecchi poiché essa può essere creata anche con acquisti di titoli da parte della banca; all'aumento del suo attivo (l'aumento del portafoglio-titoli) si contrappone l'accreditamento del controvalore nei depositi di coloro che hanno venduto i titoli. La banca ha creato moneta e sono migliorate le condizioni di liquidità del cliente.

Il processo di creazione di moneta, che ha riguardato fin qui la moneta bancaria, vale anche per la moneta legale. L'emissione di banconote da parte della banca centrale avviene attraverso acquisti sul mercato (*operazioni di mercato aperto*) di titoli pubblici (o di valuta estera, nel caso dell'esistenza di rapporti con l'estero⁵); alla variazione dell'attivo corrisponde, al passivo, la moneta legale emessa a regolamento della transazione. Naturalmente con l'operazione inversa, la vendita sul mercato di titoli pubblici (o di valuta estera), si sottrae al mercato la moneta legale che riceve in contropartita. Siamo in presenza di un meccanismo simmetrico; le operazioni che modificano l'attivo (prestiti e impieghi in titoli) delle due istituzioni ne modificano anche il passivo, la quantità di moneta, legale per la prima e bancaria per le seconde. Per questo la Banca centrale europea (BCE) le include in un unico settore, quello delle *Istituzioni finanziarie monetarie*.⁶

Se le decisioni della banca centrale e delle banche creano entrambe moneta, ciò non vuol dire che i due tipi di moneta siano perfettamente sostituibili. Può esser

⁵ Il riferimento alle riserve valutarie richiama l'attenzione sul fatto che il processo monetario è condizionato anche dai rapporti con l'estero. Per ovvi limiti di spazio questo aspetto di particolare attualità non viene qui trattato.

⁶ Le istituzioni finanziarie monetarie sono considerate gli organismi creatori di moneta. In effetti, la loro concessione di credito e acquisto di titoli si traducono in loro passività considerate moneta. Come si può vedere dal loro bilancio consolidato riportato in Tabella 2, la creazione di moneta sarà tanto maggiore, a parità di attivo, quanto minore è la loro raccolta di fondi con strumenti non monetari.

vero per il settore privato, per il quale è abbastanza equivalente usare banconote o assegni bancari, ma non per le banche se, per le loro necessità operative (prelievi allo sportello e alimentazione del bancomat), hanno bisogno di moneta della banca centrale. In effetti, le banche non possono mancare di contante poiché sarebbe drammatico per loro non assolvere con prontezza le richieste di prelievo; vi è il pericolo che, se ciò avvenisse, i propri clienti potrebbero dubitare della loro solvibilità e, con una "corsa agli sportelli", decretarne il fallimento. Pertanto, le banche detengono, per norma o per consuetudine, una *riserva di liquidità* costituita da contante e altri mezzi immediatamente smobilizzabili (depositi presso la banca centrale). L'esigenza di riserve aumenta con l'espandersi dell'attività bancaria, la quale trova un limite nella disponibilità di moneta legale, il che è immediato nel caso di esplicite norme che impongano alle banche di detenere presso la banca centrale una riserva (obbligatoria) da alimentare con moneta legale. Se, ad esempio, le autorità monetarie prescrivono che le banche devono avere una riserva non inferiore al 10% dei depositi e la moneta legale di cui esse possono disporre è pari a 1.000 unità monetarie, è immediato concludere che un'espansione dei depositi oltre le 10.000 unità monetaria metterà le banche in condizione di non rispettare l'obbligo. In un siffatto contesto istituzionale, la moneta della banca centrale vincola l'attività d'intermediazione bancaria e la quantità complessiva di moneta; per questo la moneta legale è talvolta definita come *base monetaria*, in quanto costituisce la base sulla quale si espande la moneta bancaria.

Nella situazione attuale (delle banche dell'eurozona) l'obbligo di riserva fissato ora all'1% non costituisce certamente un vincolo stringente all'espansione del credito delle banche (una unità di moneta legale permetterebbe di espandere la moneta e il credito bancario fino a 100 volte). In questo caso, come si stabilisce il limite dell'espansione del credito? Partiamo dalla considerazione che la concessione di credito è rischiosa per la banca; estendere il credito a successivi mutuatari significa intrattenere rapporti con clienti sempre meno affidabili per cui cresce il rischio che essi possano risultare insolventi o comunque incapaci di rispettare alla scadenza le condizioni pattuite. Nonostante la banca possa imporre tassi d'interesse più alti (aggiungendo un premio per il rischio) alle posizioni più aleatorie, l'espandersi del credito aumenta più che proporzionalmente le attese di

perdite e se queste superano il suo patrimonio, viene messa a repentaglio la solvibilità della banca. Nell'attuale assetto istituzionale è la qualità degli impieghi, rapportata alla copertura fornita dal capitale proprio, a costituire il criterio per decidere quanto credito concedere: non è la moneta legale a vincolare l'azione della banca, ma è la sua stessa valutazione "soggettiva" sulla sostenibilità dei propri impieghi.

La conclusione che la quantità di moneta (legale e bancaria) è il risultato del credito concesso ai privati implica sorprendentemente che l'evoluzione della quantità di moneta – e la stabilità monetaria del sistema economico – non è soggetta al controllo della politica economica. Per giustificare una tale affermazione è necessario però fornire prima una breve spiegazione dei possibili effetti delle variazioni monetarie sull'attività produttiva.

3. QUALI EFFETTI HA LA MONETA?

Per spiegare il ruolo della moneta nel funzionamento dell'economia occorre partire dall'osservazione che sia la moneta come strumento per lo scambio che la sua creazione attraverso il credito hanno una connessione stretta con la *spesa*, corrente e attesa, del settore privato e che quest'ultima è un fattore determinante per l'equilibrio macroeconomico. Ciò permette di stabilire una relazione tra quantità di moneta (di credito), spesa monetaria e livello di produzione del sistema economico.

Per formulare una tale relazione è utile ricorrere all'*identità quantitativa*, alla considerazione che, negli scambi di mercato, al flusso di beni che passano dal venditore al compratore si contrappone un flusso di moneta di identico valore dal compratore al venditore. Deve pertanto risultare che il totale degli scambi del settore privato⁷ in un dato periodo (ad esempio, un anno) può essere espresso dall'identità (sempre verificata, per definizione) tra il valore monetario del flusso dei beni scambiati (indicato con **PQ**) e il valore del flusso di moneta ceduta in contropartita (indicato con **MV**). Questa contrapposizione permette di affrontare separatamente due questioni: (a) con quale intensità la quantità di moneta

⁷ Il riferimento esclusivo al settore privato, imprese e famiglie, deriva dal fatto che le sue decisioni di spesa sono condizionate dalla disponibilità di moneta. Per queste ragioni, la considerazione della spesa pubblica appare marginale nonostante la sua importanza per la determinazione dell'equilibrio macroeconomico.

esistente si trasforma in un flusso di domanda monetaria di beni; (b) con quale intensità la domanda di beni si traduce nel livello di produzione e di occupazione.

Consideriamo il flusso dei pagamenti monetari MV . Sappiamo che lo stesso mezzo monetario (biglietto di banca, deposito bancario ecc.) può essere scambiato più volte nel corso di un periodo dato che il suo utilizzo non ne comporta la distruzione, ma solo il trasferimento in altre mani. I 10 euro con cui acquisto il biglietto del cinema non si volatilizzano con il pagamento, ma entrano nella cassa del gestore che li utilizzerà per pagare i dipendenti o per sostenere altre spese; essi passano di mano in mano rimanendo comunque all'interno del circuito economico. Lo stesso stock di moneta M permette quindi di sostenere un volume maggiore, o minore, di pagamenti a seconda che sia utilizzato più o meno intensamente; se è maggiore, o minore, la sua *velocità di circolazione* (V).⁸

Se il volume dei pagamenti MV di un determinato periodo dipende dal numero di volte che, in media, lo stock di moneta è utilizzato negli scambi⁹, da cosa dipende la velocità di circolazione? La risposta va ricercata nelle decisioni delle famiglie e delle imprese a mobilitare la propria liquidità per sostenere le loro spese. La moneta affluisce ai soggetti economici come reddito (salari, interessi, pensioni, sussidi ecc.) e rimane nelle loro mani per il tempo necessario a decidere quando e quanto spendere per i consumi o gli investimenti.¹⁰ Si tratta di moneta detenuta per *motivi transazionali* che, in tempi normali, si presenta stabile; non così quando eventi inattesi o crescenti preoccupazioni per il futuro mettono in discussione le abitudini consolidate e gli schemi decisionali del passato.

⁸ La definizione formale della velocità di circolazione è $V \equiv MV/M \equiv PQ/M$, ovvero al volume della spesa (del prodotto) per unità di moneta. Nel Grafico 2 è riportata la sua evoluzione negli ultimi anni.

⁹ La spesa - ma anche il prodotto e il reddito - è un flusso (di consumi e investimenti) nel corso di un periodo. La moneta è invece uno stock di mezzi di pagamento *in un dato momento*; la velocità di circolazione, quante volte circola una unità di moneta nel corso del periodo, permette di trasformare lo stock in un flusso di pagamenti.

¹⁰ All'interno del circuito economico ogni individuo riceve un reddito in moneta (per aver prestato il proprio lavoro o aver ceduto beni di proprietà o per qualsiasi altro motivo) con la quale acquista i beni desiderati; la sua spesa monetaria diviene reddito monetario per qualcun altro che, a sua volta, la immetterà riattivando il circuito. Solamente se tutto, e solo, il reddito monetario è rapidamente speso, non si verificano fuoriuscite o aggiunte di moneta che generando uno scarto tra reddito e spesa modifica l'equilibrio macroeconomico.

Ma anche in tempi normali, i soggetti possono decidere di *tesoreggiare* una parte delle proprie scorte monetarie per essere in grado di far fronte a possibili eventi inattesi; si tratta di avere a disposizione un "gruzzolo" per ogni evenienza futura (ad esempio, per improvvise spese sanitarie o per favorevoli occasioni di acquisto). Una maggiore richiesta di moneta per motivi *precauzionali* ne riduce la velocità e tale contrazione sarà tanto maggiore quanto maggiore è l'incertezza con cui i soggetti percepiscono il futuro.¹¹

Più che come mezzo di pagamento la moneta, in questo caso, è considerata come fondo di valore, uno strumento in cui gli individui investono la propria ricchezza finanziaria. A differenza delle altre attività finanziarie, la moneta non paga interessi, ma ha il vantaggio di non correre il rischio di veder diminuito il suo valore monetario: 100 euro oggi, sono 100 euro domani, mentre 100 euro investiti in titoli (pubblici o azionari) possono rivalutarsi (a 105 o 110), ma possono anche - si pensi alle fluttuazioni dello spread o della borsa - svalutarsi (a 90 o 80). Nel caso in cui l'attesa di perdite in conto capitale superi l'interesse che il titolo offre, può essere più tranquillizzante - e l'esperienza recente ce lo insegna - detenere la propria ricchezza in forma liquida. L'aumento delle scorte monetarie non è, in questo caso, legato a maggiori spese, ma al desiderio di garantirsi il valore della proprietà mettendosi al riparo dagli eventi attesi: la moneta è detenuta per motivi *speculativi*.¹²

In definitiva, il valore di **M V** varia sia perché la velocità di circolazione può variare in quanto si modifica la quantità di moneta che il settore privato desidera detenere in media per unità di spesa, sia perché, come si è detto, può variare anche lo stock di moneta per la disponibilità delle banche a concedere credito e quella dei privati a indebitarsi.

Si tratta ora di esaminare l'altro lato dell'identità quantitativa: il flusso dei beni **PQ**, che esprime l'offerta di beni **Q** valutata ai prezzi monetari **P**. Per quanto non sia questa la sede per un'analisi dettagliata di come le variazioni della spesa monetaria si traducano in variazioni della produzione e in variazione dei prezzi, è

¹¹ In presenza di detesoreggiamento l'aumento della spesa avviene attingendo alle scorte monetarie precedentemente accumulate.

¹² In generale, il termine "speculativo" fa riferimento alle scelte dei soggetti di anticipare o posticipare nel tempo gli acquisti o le vendite di determinati beni per sfruttare la variazione di valore che ci si attende si realizzi nel frattempo.

necessario comunque fornire alcune considerazioni sul processo che determina l'equilibrio macroeconomico all'interno di due esiti estremi: quello di un aumento delle quantità a prezzi immutati e quello di un aumento dei prezzi a quantità immutate. I due casi-limite si riferiscono, il primo, alla situazione in cui le imprese non utilizzano tutte le risorse esistenti per cui l'accresciuta domanda le stimola a espandere l'offerta senza dover subire incrementi di costo (e quindi modificare i prezzi).¹³ Il secondo è quello diametralmente opposto: le imprese, sulla base di prospettive favorevoli, hanno programmato un livello di produzione che assorbe l'intera dotazione di risorse disponibili, per cui alla maggiore domanda monetaria che si presenta sul mercato si contrappone una quantità di produzione immutata (di piena occupazione) e l'aggiustamento avviene attraverso aumenti dei prezzi monetari (*inflazione da domanda*).

L'aumento della domanda può avere un effetto sui prezzi anche se le imprese non operano in piena occupazione. Ciò si verifica quando, avvicinandosi al pieno utilizzo delle risorse esistenti, alcuni settori manifestano difficoltà a rispondere positivamente alla maggiore domanda con aumenti di produzione. L'insufficiente mobilità delle risorse verso i settori più dinamici può creare dei "colli di bottiglia" che, ripercuotendosi su altri settori, ridimensionano la risposta potenziale del sistema in termini di quantità e accentuano quella in termini di prezzi. Un caso importante di tale situazione è la risposta che può venire dal mercato del lavoro. All'aumento della domanda monetaria le imprese che intendono aumentare la produzione devono assumere un maggior numero di lavoratori, ma se l'accresciuta occupazione crea condizioni favorevoli ai lavoratori per spuntare miglioramenti salariali (e normativi), l'impresa, a parità di produttività e di rendimenti di scala, scarica il maggiore costo del lavoro sul prezzo del prodotto; l'effetto è un concomitante aumento, anche se di diversa intensità, sia delle quantità prodotte sia dei prezzi (*inflazione da costi*).¹⁴

¹³ Come si è detto, il dover trascurare in questa nota i rapporti con l'estero non permette di esaminare come una maggiore domanda interna possa essere soddisfatta da un aumento delle importazioni.

¹⁴ Quanto abbiamo detto per un aumento della spesa monetaria vale, *mutatis mutandis*, anche per una sua riduzione; analoghi – anche se di segno contrario – saranno gli effetti sulla quantità prodotta e sui prezzi, anche se la contrazione di questi ultimi incontra maggiori difficoltà (come dimostra l'attuale fase deflativa dei prezzi).

In sostanza, le catene causali, e l'intensità delle relazioni, che collegano moneta, produzione e prezzi sono condizionate da una molteplicità di fattori di cui è necessario conoscere l'effettiva natura se si vogliono trarre delle conclusioni fondate. L'affermazione, ad esempio, della *teoria quantitativa* che una variazione della quantità di moneta si traduce inevitabilmente in un aumento del livello dei prezzi si fonda su tre assunti da verificare nella realtà: (1) che la velocità di circolazione sia un dato costante (o comunque prevedibile); (2) che il prodotto sia sempre a livello di piena occupazione e quindi non suscettibile di aumenti; (3) che la quantità di moneta sia sotto il pieno controllo delle autorità monetarie. Da queste premesse deriva la conclusione che variazioni indesiderate nel livello dei prezzi - unico aggiustamento ammesso da questa spiegazione¹⁵ - sono dovuti a errori delle autorità, a una politica monetaria sbagliata. Non è evidentemente un'interpretazione che possa avere carattere generale dato che l'allentamento anche di un solo dei tre assunti rende insostenibile la conclusione.¹⁶ Per interpretare la realtà è essenziale avere informazioni sull'effettiva situazione per tutte le quattro variabili; è una considerazione banale, ma introduce bene l'ultimo tema di questa nota: il governo monetario dell'economia.

4. CHI GOVERNA LA MONETA E COME?

Il processo monetario si svolge all'interno di un contesto istituzionale costituito da vincoli-condizionamenti-regolamentazioni di diversa natura nei vari paesi e nelle diverse epoche. Per interpretare la condotta della politica monetaria in una data realtà è quindi necessario tener esplicitamente conto: (a) della spiegazione (teorica) che orienta l'azione delle autorità; (b) degli obiettivi perseguiti e degli strumenti di cui esse dispongono; (c) del contesto istituzionale attraverso il quale si realizza il governo monetario. Per quanto interessante sia l'analisi di come, in momenti storici diversi, questi aspetti abbiano condizionato in maniera differente

¹⁵ Se $V (=V)$ è un dato e così lo è anche $Q (=Q)$ perché di piena occupazione, e M è esogena in quanto controllata dalle autorità monetarie, nell'identità quantitativa $MV \equiv PQ$ l'unica variabile da determinare è il livello dei $P = V/Q * M$ dove V/Q è, per gli assunti (a) e (b) del testo, una costante. L'assunto (c) che impone l'esogeneità di M è invece essenziale per affermare che la causalità va (sempre) dalla moneta ai prezzi e non viceversa.

¹⁶ Nel Grafico 3 è riportata l'evoluzione di tutte e quattro le variabili dell'Identità quantitativa; la loro evoluzione solleva qualche dubbio sugli assunti formulati dalla Teoria quantitativa.

l'azione delle autorità monetarie, la nostra attenzione sarà qui rivolta esclusivamente a com'è gestita ora (nell'eurozona) la politica monetaria.

La struttura del *sistema monetario* - l'insieme delle norme, legali e comportamentali, che regolano il processo monetario - si qualifica nella presente realtà per il minore livello di regolamentazione cui è soggetta (rispetto al passato) l'attività delle banche e degli altri istituti finanziari.¹⁷ La rimozione di molti vincoli alla gestione degli intermediari finanziari (monetari e non monetari) ha avuto l'obiettivo di delegare a questi istituti le decisioni di quanto espandere l'attività creditizia (e la creazione di moneta), risultata in effetti particolarmente intensa negli ultimi decenni. Come si è visto, l'unico limite che, in tale processo, incontra la singola banca risiede nella sua valutazione del rapporto tra rischio cui incorre e la sua posizione patrimoniale; trattandosi di una stima "soggettiva" sia sulla solvibilità dei propri clienti che sull'adeguatezza del proprio capitale, l'espansione del credito (della moneta) è tanto maggiore quanto con maggiore ottimismo essa stime tali rischi e quanto maggiore è la sua possibilità di ricorrere a strumenti finanziari (come i derivati) che le permettono di disfarsi del rischio trasferendolo ad altri.¹⁸

Anche gli obiettivi e gli strumenti a disposizione della banca centrale fanno parte del contesto istituzionale in quanto riflettono il come e il perché essa deve intervenire sull'evoluzione degli aggregati monetari. Nell'attuale gestione della politica monetaria, alla Banca centrale¹⁹ è affidato l'obiettivo esclusivo, più che prioritario, della stabilità dei prezzi (la cui variazione non deve discostarsi troppo dal 2%) e gli strumenti a sua disposizione sono costituiti dalle *operazioni di mercato aperto* con le quali controlla la liquidità presente sul mercato e la determinazione dei *tassi d'interesse ufficiali* con i quali regola i rapporti che intrattiene con le banche. La gestione operativa della banca centrale consiste nel determinare la liquidità complessiva delle banche le quali, poi, se la

¹⁷ La deregolamentazione finanziaria e la liberalizzazione dei movimenti di capitale è un aspetto importante dell'attuale sistema monetario, anche se non è possibile un loro approfondimento in questa nota.

¹⁸ Un altro aspetto rilevante che non è possibile approfondire in questa sede è l'effetto che la mancanza di barriere istituzionali, di tipo legale, tra banche e altri intermediari finanziari ha sull'espansione e qualità del credito.

¹⁹ Si fa sostanzialmente riferimento all'azione della Banca centrale europea, ma il quadro è sostanzialmente analogo a quello in cui operano la maggior parte delle banche centrali.

redistribuiscono al loro interno attraverso il *mercato interbancario*. Se le opportunità d'investimento delle banche sono elevate, sarà pressante la loro domanda su questo mercato con l'effetto di aumentare il relativo tasso; viceversa qualora rallenta la loro disponibilità a concedere credito. Il tasso interbancario segnala alla banca centrale come le banche giudicano la situazione esistente di liquidità relativamente ai loro programmi di impiego; a questo segnale, la banca centrale risponde riducendo il flusso di liquidità (e il livello dei tassi d'interesse ufficiali) se teme che si generino tensioni sui salari monetari e quindi sui prezzi; nel caso invece in cui non ci sono queste preoccupazioni, essa può essere più accomodante accettando di aumentare la liquidità del sistema. In questo modo, le banche sono informate sulla valutazione che le autorità monetarie danno della situazione corrente e delle sue intenzioni future e riadattano i loro programmi di finanziamento. In definitiva, attraverso lo scambio di segnali tra banca centrale e banche si ritiene di poter ridefinire i comportamenti finanziari in modo da garantire un'evoluzione produttiva compatibile con la stabilità dei salari e dei prezzi.

La gestione della politica monetaria che abbiamo descritto è espressione di quella specifica visione del processo economico che fa affidamento sulla capacità di autoregolazione dei mercati nel determinare la maggiore produzione, e occupazione, possibile e, nello specifico del mercato finanziario, nel garantire l'equilibrio tra risparmi e investimenti (tra domanda e offerta aggregata). Questa visione teorica prevede una divisione dei compiti tra banche e banca centrale: alle prime – al settore privato – è delegato il ruolo di garantire l'equilibrio macroeconomico (attraverso la determinazione del tasso d'interesse "naturale" da parte del sistema finanziario); alla seconda, il compito di assecondare i processi di aggiustamento dei mercati evitando che tensioni sui salari (e sui prezzi) introducano distorsioni nell'attività di spesa e di produzione con conseguenti fluttuazioni indesiderate e inopportuni scostamenti dell'economia dai suoi livelli potenziali.²⁰

²⁰ In questo contesto, il rapporto tra moneta legale e moneta bancaria non è prefissato da qualche norma della banca centrale e ciò spiega perché il termine di "base monetaria" che era attribuito alle passività della banca centrale appare ora desueto e sostituito, nella dizione della BCE, dal termine "liquidità". Non è un problema lessicale, ma riflette una visione della politica monetaria radicalmente diversa da quella "keynesiana" che ha caratterizzato i primi decenni del dopoguerra e che, per lo scetticismo sulle capacità

È una visione che fa affidamento su una automatica stabilità del processo finanziario che, considerate le vicende della recente crisi, non sembra essere garantita dalla libera competizione dei soggetti (non atomistici) che operano nel mercato. La consapevolezza che la realtà non è quella assunta pone l'esigenza di una più adeguata regolamentazione del sistema finanziario, che tuttavia stenta a prendere forma. D'altra parte, l'operare delle banche – il cui salvataggio ha imposto un oneroso intervento pubblico – non si dimostra capace di riattivare la produzione e l'occupazione ai livelli "normali" pre-crisi. Di fronte a questa difficoltà, la banca centrale ha modificato negli ultimi tempi gli strumenti di gestione monetaria, senza però che questo metta in discussione la convinzione che il mercato è capace di autoregolarsi. È forse troppo presto per sapere se le nuove prassi di governo monetario saranno in grado di confermare la validità di questa visione delle nostre autorità circa il funzionamento dell'economia o se la realtà di un'economia che opera in condizioni d'incertezza non le costringerà a modificare più radicalmente i meccanismi del governo della moneta.

In sostanza, la politica monetaria non consiste in una gestione meccanica del processo monetario, ma interviene anche nella strutturazione delle istituzioni che ne garantiscono il funzionamento; diviene allora palese che la stabilità del potere di acquisto della moneta non è un problema intrinseco all'oggetto-moneta, ma è l'esito del sistema-moneta, del funzionamento complessivo delle istituzioni monetarie.

Bibliografia

per un ampio inquadramento della moneta e del credito nella sua evoluzione storica e in quella teorica (e con gli opportuni agganci ai rapporti con il più ampio sistema finanziario):

CAFFÈ F., *Moneta*, in «Enciclopedia del Novecento», vol. IV, Roma: Istituto della Enciclopedia italiana Treccani, 1975-1989, pp. 414-425

VICARELLI F., *Credito*, in «Dizionario di economia politica, diretto da G. Lunghini con la collaborazione di M. D'Antonio», Torino: Boringhieri, 1983, pp. 11-111.

autoregolative del mercato, attribuiva alle autorità monetarie il compito di favorire l'occupazione attraverso una gestione del credito a supporto della domanda.

per un'esposizione sistematica della logica che presiede alla politica monetaria europea (precedente alle recenti innovazioni della gestione Draghi):

BANCA CENTRALE EUROPEA, *La politica monetaria della BCE. 2004*, Frankfurt am Mein:
Banca centrale europea, 2005
(<http://www.bancaditalia.it/eurosistema/comest/pubBCE/varie/Politica%2520Monetaria%2520bce%25202004.pdf>).

per una presentazione a livello universitario della moneta e del suo rapporto con la finanza:

CICCARONE G. – GNESUTTA C., *Moneta e finanza nell'economia contemporanea. Agenti, mercati, politiche*, Roma: Carocci editore, 2009.

per chi legge l'inglese, una presentazione semplice e istruttiva:

MCLEAVY M., RADIA A., THOMAS R., *Money in the modern economy: an introduction*, in «Bank of England Quarterly Bulletin», 2014 Q1, pp. 4-13
(<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q101.pdf>).

MCLEAVY M., RADIA A., THOMAS R., *Money creation in the modern economy*, in «Bank of England Quarterly Bulletin», 2014 Q1, pp. 14-27
(<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q102.pdf>).

Rinvii ad altre Note (sottolineate nel testo)

Equilibrio macroeconomico

Finanza

Rapporti con l'estero

Glossario dei termini utilizzati nel testo (in corsivo nel testo)

(selezione da BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore, 2013*, Appendice)

Altri residenti

Fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Attività monetarie

Vedi *Moneta*

Banca centrale

Istituto che ha il compito di gestire la politica monetaria di un paese.

Banche

L'aggregato comprende tutte le banche residenti in Italia; è inclusa la Cassa depositi e prestiti spa, classificata nelle statistiche armonizzate del Sistema europeo delle banche centrali come "altra istituzione finanziaria monetaria", rientrando nella categoria delle istituzioni creditizie.

Base monetaria

Il contributo italiano alla base monetaria dell'area dell'euro si calcola sommando al valore della *Circolazione* (vedi) i depositi in conto corrente delle istituzioni creditizie residenti in Italia presso la Banca d'Italia e i depositi overnight delle stesse presso l'Eurosistema.

Certificati di deposito

Titoli trasferibili emessi dalle banche, a tasso fisso o variabile, rappresentativi di depositi a scadenza vincolata;

Circolante (o Contante)

È rappresentato dalla *Circolazione* (vedi) al netto della cassa contante delle banche.

Circolazione

Dal gennaio 2002, con l'introduzione delle banconote e monete in euro, la componente italiana della circolazione include una valutazione convenzionale di quella in euro basata sulla quota individuale di partecipazione al capitale della BCE e banconote e monete residue in lire; dal gennaio 2003 sono escluse le banconote e le monete residue in lire.

Credito totale

Finanziamenti totali al settore privato (vedi: *Finanziamenti al settore privato*) e debito delle Amministrazioni pubbliche.

Credito totale interno

Finanziamenti interni al settore privato (vedi: *Finanziamenti al settore privato*) e debito sull'interno delle Amministrazioni pubbliche.

Depositi

La voce comprende i conti correnti, i depositi con durata prestabilita e quelli rimborsabili con preavviso, le passività subordinate stipulate con una forma tecnica diversa dalle obbligazioni, le operazioni pronti contro termine passive. I depositi in conto corrente comprendono anche gli assegni circolari, mentre non comprendono i conti correnti vincolati. I depositi con durata prestabilita includono i certificati di deposito, compresi quelli emessi per la raccolta di prestiti subordinati, i conti correnti vincolati e i depositi a risparmio vincolati. I depositi rimborsabili con preavviso comprendono i depositi a risparmio liberi e altri depositi non utilizzabili per pagamenti al dettaglio.

Depositi overnight presso l'Eurosistema

Operazioni dell'Eurosistema che le controparti, su propria iniziativa, possono utilizzare per costituire presso le BCN depositi overnight remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Derivati sui crediti

I contratti derivati su crediti consentono di trasferire il rischio di credito relativo a una determinata attività finanziaria sottostante da un soggetto che intende acquisire copertura dal suddetto rischio (protection buyer) a un soggetto che intende prestarla (protection seller). Tra le più diffuse tipologie di contratti derivati su crediti si ricordano i credit default swap, nei quali il protection seller, a fronte di un premio periodico, si impegna a effettuare un pagamento finale al protection buyer in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la reference obligation.

Eonia (Euro overnight index average)

Tasso di interesse, applicato ai prestiti interbancari in euro non garantiti con durata di un giorno (overnight), calcolato giornalmente come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti effettuati da un campione di banche con elevato merito di credito selezionato periodicamente dalla European Banking Federation.

Finanziamenti al settore privato

La voce comprende le seguenti tipologie:

- a) interni: prestiti delle IFM agli *Altri residenti* (vedi) e obbligazioni collocate sull'interno dagli Altri residenti.
- b) totali: finanziamenti interni al settore privato e obbligazioni emesse dagli Altri residenti possedute da residenti in altri paesi dell'area dell'euro e del resto del mondo.

Futures

Contratti standardizzati con cui le parti si impegnano a scambiarsi, a un prezzo predefinito e a una data futura, valute, valori mobiliari o beni. Tali contratti sono negoziati su mercati regolamentati, dove viene garantita la loro esecuzione.

Intermediari creditizi

Banche e società finanziarie di leasing, di factoring e di credito al consumo iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario.

Istituti di pagamento

Intermediari abilitati, insieme a banche e istituti di moneta elettronica, alla prestazione di servizi di pagamento in regime di mutuo riconoscimento. Gli istituti di pagamento sono assoggettati a un regime di regolamentazione e controllo analogo a quello degli altri intermediari vigilati (requisiti all'accesso, regole sul capitale, presidi organizzativi); possono concedere credito a breve termine in connessione con i servizi di pagamento prestati e svolgere altre attività commerciali (cosiddetti istituti di pagamento ibridi).

Istituzioni creatrici di moneta

Costituite dalla banca centrale, dal sistema postale e dalle banche con raccolta a breve; sono le istituzioni il cui passivo è costituito da strumenti finanziari aventi la caratteristica di mezzo monetario (vedi *moneta M2*) o sono facilmente trasformabili in moneta (vedi *moneta M3*)

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)

Includono, oltre alle banche centrali, le banche, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti, la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o strumenti altamente sostituibili ai depositi da enti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per proprio conto. Le IFM comprendono anche gli istituti di moneta elettronica (Imel) e dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa (CDP).

Leverage

Indicatore di struttura finanziaria volto a cogliere il peso relativo dei debiti finanziari (a breve, a medio e a lungo termine) nel passivo delle imprese non finanziarie. È costituito dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e capitale di rischio.

Livello dei prezzi

Indice dei prezzi che si formano nelle transazioni relative alla produzione di un periodo (v. *prezzi*)

Mercato interbancario

Mercato nel quale le banche negoziano i depositi interbancari

Moneta

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono:

- a) M1: circolante e depositi in conto corrente;
- b) M2: M1, depositi con durata prestabilita fino a due anni, depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi;
- c) M3: M2, pronti contro termine, quote di fondi comuni monetari e obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni. A partire dai dati di giugno 2010 sono escluse le operazioni pronti contro termine con controparti centrali.

I contributi nazionali agli aggregati monetari M1, M2 e M3 sono calcolati escludendo il circolante, poiché, con l'introduzione dell'euro, non è più direttamente misurabile la quantità di banconote e di monete effettivamente detenuta in ciascun paese.

Moneta legale

Costituito dai biglietti della Banca d'Italia, biglietti e monete del Tesoro e depositi presso la Banca d'Italia del settore non statale.

Moneta bancaria

La *moneta* (vedi) che deriva dall'attività delle banche, ovvero i conti correnti bancari liberi, gli assegni circolari, che fanno parte della *moneta M1* e i certificati di deposito delle banche, i depositi bancari a risparmio e in conto corrente vincolati, inclusi nella *moneta M2*.

Moneta M1

Vedi *Moneta*

Moneta M2

Vedi *Moneta*

Moneta M3

Vedi *Moneta*

Operazioni dell'Eurosistema attivabili su iniziativa delle controparti (vedi: *Depositi overnight presso l'Eurosistema; Operazioni di rifinanziamento marginale*)

Operazioni della Banca d'Italia

Le operazioni della Banca d'Italia sono effettuate in applicazione delle decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE. L'Eurosistema dispone di diverse tipologie di strumenti per la conduzione delle operazioni di mercato aperto: lo strumento più importante è rappresentato dalle operazioni temporanee (da attuarsi sulla base di contratti di vendita/acquisto a pronti con patto di riacquisto/vendita a termine o di prestiti garantiti). L'Eurosistema può anche fare ricorso a operazioni definitive, all'emissione di certificati di debito della BCE, agli swap in valuta e alla raccolta di depositi a tempo determinato. Le operazioni di mercato aperto sono svolte dalle singole BCN su iniziativa della BCE, che ne stabilisce le modalità e le condizioni. Esse possono essere condotte sulla base di aste standard, aste veloci o procedure bilaterali. Con riferimento alle finalità perseguite, le operazioni temporanee di mercato aperto si possono distinguere in:

- a) operazioni di rifinanziamento principali, effettuate con frequenza settimanale e scadenza a una settimana, mediante aste standard;
- b) operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, effettuate normalmente con frequenza mensile e scadenza a tre mesi, mediante aste standard; è inoltre possibile la conduzione, a frequenza irregolare, di operazioni con scadenze diverse, quali la durata di un periodo di mantenimento, sei, dodici e trentasei mesi;
- c) operazioni di fine-tuning, senza cadenza prestabilita: mirano a regolare gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato; sono di norma effettuate mediante aste veloci o procedure bilaterali e possono consistere in operazioni temporanee, definitive, di swap in valuta o di raccolta di depositi a tempo determinato;
- d) operazioni di tipo strutturale: mirano a modificare il fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario nei confronti dell'Eurosistema, possono avere la forma di operazioni temporanee o di emissione di certificati di debito della BCE e sono effettuate dalle BCN attraverso aste standard; se le operazioni strutturali sono di tipo definitivo sono effettuate attraverso procedure bilaterali.

Operazioni di mercato aperto

Acquisti o vendite di titoli a breve e lunga scadenza sul mercato secondario da parte della *banca centrale* (vedi); si tratta di operazioni con le quali la Banca d'Italia regola la *base monetaria* (vedi) esistente nell'economia.

Operazioni di rifinanziamento marginale

Operazioni dell'Eurosistema che le controparti, su propria iniziativa, possono utilizzare per ottenere, dietro prestazione di garanzie, credito overnight a un tasso di interesse prestabilito.

Operazioni temporanee delle banche

Vendite (acquisti) di titoli a pronti alla (dalla) clientela, alla (dalla) Banca d'Italia, a (da) altri enti creditizi da parte delle banche e contestuale acquisto (vendita) a termine degli stessi titoli da parte del cedente (cessionario) a un prezzo concordato al momento della stipula del contratto. Vengono ricondotte nelle segnalazioni statistiche di vigilanza quelle operazioni che prevedono l'obbligo di acquisto (vendita) a termine.

Politica monetaria

Intervento delle Autorità monetarie per il raggiungimento di definiti obiettivi finali di politica economica; l'azione di politica monetaria utilizza specifici *strumenti* (v.) in grado di modificare il livello di alcuni aggregati monetari o di alcuni prezzi finanziari considerati quali obiettivi intermedi per la loro capacità di influenzare l'equilibrio economico finale

Partite deteriorate

Partite in sofferenza, *Partite incagliate* (vedi), Crediti scaduti e/o sconfinanti deteriorati (vedi) e crediti ristrutturati.

Partite incagliate

Esposizioni verso affidati in temporanea situazione di obiettiva difficoltà che, peraltro, possa essere prevedibilmente superata in un congruo periodo di tempo.

Patrimonio di vigilanza

Costituito dalla somma del patrimonio di base e del patrimonio supplementare entrambi al netto delle relative deduzioni. Il patrimonio supplementare viene ammesso nel limite massimo del patrimonio di base.

Prestiti delle banche

L'aggregato comprende, oltre agli impieghi, i pronti contro termine attivi, gli effetti insoluti al protesto e propri, le partite in sofferenza, i prestiti subordinati, le somme depositate dalle banche su conti facenti capo al Tesoro e altre voci di minore entità.

Quantità di moneta

Vedi *Moneta*.

Raccolta bancaria

Comprende i depositi e le obbligazioni.

Raccolta postale

Comprende i conti correnti, i libretti e i buoni fruttiferi emessi dall'Amministrazione postale

Rapporti interbancari

Rapporti di conto intrattenuti tra le banche sotto forma di depositi interbancari (liberi o vincolati), di conti correnti di corrispondenza e di finanziamenti (vedi *mercato interbancario*)

Requisiti patrimoniali

Risorse patrimoniali minime richieste a banche, SIM, intermediari finanziari vigilati e SGR, commisurate al tipo di attività svolta e ai rischi finanziari sottostanti.

Rischio di credito

Eventualità per il creditore che un'obbligazione finanziaria non venga assolta né alla scadenza né successivamente.

Rischio di liquidità

Eventualità per il creditore che un'obbligazione finanziaria non venga assolta alla scadenza, ma con ritardo non predeterminato anche se breve. Nei sistemi di pagamento prende la denominazione di rischio di regolamento.

Rischio operativo

Rischio di perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni.

Riserva obbligatoria

La riserva obbligatoria nell'area dell'euro è disciplinata dall'art. 19 dello Statuto del SEBC, dal regolamento CE 23.11.1998, n. 2531, dal regolamento CE 1.12.1998, n. 2818, e dal regolamento CE 12.9.2003, n. 1745. Il regolamento della BCE ha stabilito che l'aggregato soggetto agli obblighi di riserva comprende le seguenti passività delle banche denominate in qualsiasi valuta: depositi, titoli di debito, strumenti di raccolta a breve termine. Sono escluse le passività nei confronti della BCE e delle banche centrali dei paesi che hanno adottato l'euro nonché delle altre banche soggette alla riserva obbligatoria dell'Eurosistema. Si applica un'aliquota pari a zero alle passività incluse nell'aggregato soggetto agli obblighi di riserva con scadenza superiore a due anni e ai pronti contro termine e una pari all'1,0 per cento alle rimanenti (2,0 per cento tra il 1° gennaio 1999 e il 17 gennaio 2012); viene riconosciuta una esenzione di 100.000 euro dalla riserva dovuta. L'Eurosistema ha adottato il meccanismo della mobilitazione della riserva obbligatoria, che prevede un rispetto dell'obbligo nella media del periodo di mantenimento. Fino al 23 gennaio 2004 il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria aveva inizio il 24 di ciascun mese e termine il 23 del mese successivo. Dal 24 gennaio 2004 il periodo di mantenimento inizia nel giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui si valuta l'orientamento della politica monetaria e termina nel giorno precedente la data del regolamento della corrispondente operazione nel mese successivo. Per le istituzioni soggette agli obblighi di segnalazione, i dati di bilancio di fine mese vengono utilizzati ai fini della determinazione dell'aggregato soggetto a riserva per il periodo di mantenimento che ha inizio nel secondo mese successivo a tale data. Le banche possono movimentare l'intero

ammontare del deposito. La misura della remunerazione della riserva obbligatoria è pari al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali effettuate dall'Eurosistema durante il periodo di mantenimento.

Tassi ufficiali di interesse

Sono i tassi d'interesse applicati dalla banca centrale alle sue operazioni di finanziamento delle banche (v.

Teoria quantitativa (della moneta)

Spiegazione della relazione tra *quantità di moneta* (vedi) e *livello dei prezzi monetari* (vedi); la stretta proporzionalità tra le due grandezze si fonda sull'assunto di un livello di produzione dato (di piena occupazione) e della stabilità della *velocità di circolazione della moneta* (v.)

Velocità di circolazione della moneta

Numero medio di volte in cui una unità monetaria viene utilizzata per la spesa nel corso di un periodo di tempo; essa viene misurata dal rapporto tra valore monetario delle transazioni effettuate in un periodo (approssimato dal prodotto in termini monetari) e la *quantità di moneta* (vedi) disponibile nel periodo stesso

Quadri riassuntivi

RIQUADRO 1: DEFINIZIONE DI MONETA

TABELLA 1/GRAFICO 1: COMPOSIZIONE DELLA MONETA

TABELLA 2: CONTROPARTITE DELLA MONETA

TABELLA 3: EVOLUZIONE DELLA MONETA

GRAFICO 2: VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE DELLA MONETA

GRAFICO 3: IDENTITÀ QUANTITATIVA

RIQUADRO 1: DEFINIZIONE DI MONETA

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono:

M1: circolante e depositi in conto corrente;

M2: M1, depositi con durata prestabilita fino a due anni, depositi prelevabili con preavviso fino a tre mesi;

M3: M2, pronti contro termine, quote di fondi comuni monetari e obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni.

FONTE:: BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice, Anno 2013*, Roma: Banca d'Italia, p. 275)

TABELLA 1: COMPOSIZIONE DELLA MONETA (Italia, consistenze di fine anno in milioni di euro)

	2006	2013
Circolante	107.320	162.845
Depositi in conto corrente	666.804	799.270
Totale M1	774.125	962.115
Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	59.894	169.758
Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	214.210	310.201
Totale M2	1.048.229	1.442.074
Pronti contro termine	95.337	6.388
Quote di fondi comuni monetari	74.212	9.434
Obbligazioni con scadenza fino a due anni	13.713	27.003
Totale M3	1.231.491	1.484.899

FONTE:: BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice, Anno 2013*, Roma: Banca d'Italia)

TABELLA 2: CONTROPARTITE DELLA MONETA
(Italia, 2013, consistenze di fine anno in milioni di euro)

Totale passività monetarie	1.484.913	
Altre passività delle IFM	1.205.252	
Depositi delle amministrazioni centrali		49.779
Passività non monetarie nei confronti del "settore detentore della moneta"		1.029.670
Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni e depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi		178.327
Obbligazioni con scadenza oltre i 2 anni		472.177
Capitale e riserve		379.166
Passività verso non residenti nell'area dell'euro		125.803
Totale a bilancio	2.690.165	
Attività delle IFM	2.848.970	
Attività verso residenti in Italia e nel resto dell'area		2.708.151
Finanziamenti alle amministrazioni pubbliche		829.071
Prestiti		262.996
Obbligazioni		566.075
Finanziamenti alle "altri residenti"		1.879.080
Prestiti		1.615.732
Obbligazioni		165.609
Azioni e partecipazioni		97.739

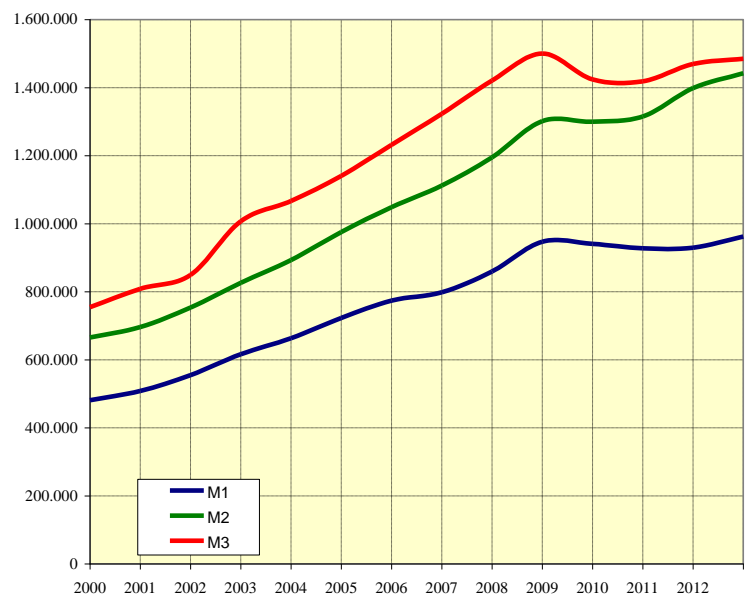
Attività verso non residenti nell'area dell'euro		140.819	
Altre contropartite	-158.805		

NOTA: il totale delle passività monetarie (M3) della Banca centrale e delle banche corrisponde alle attività complessivamente accumulate dalle due Istituzioni finanziarie monetarie verso residenti e non residenti, con prestiti o attraverso acquisto di titoli, *al netto* della loro raccolta verso non residenti e in forma non monetaria (depositi e obbligazioni bancarie con scadenza superiore ai due anni).

TABELLA 3: EVOLUZIONE DELLA MONETA

(Italia 2000-2013, milioni di euro)

	M1	M2	M3
2000	481.275	665.349	754.828
2001	508.338	696.084	808.518
2002	554.923	753.339	849.153
2003	616.242	826.117	1.007.243
2004	663.072	893.094	1.066.681
2005	722.618	975.361	1.140.684
2006	774.125	1.048.229	1.231.491
2007	798.140	1.111.937	1.323.312
2008	859.333	1.195.153	1.420.822
2009	946.668	1.301.673	1.500.296
2010	940.868	1.300.086	1.424.329
2011	927.655	1.315.256	1.418.413
2012	929.091	1.398.565	1.469.340
2013	962.115	1.442.074	1.484.899

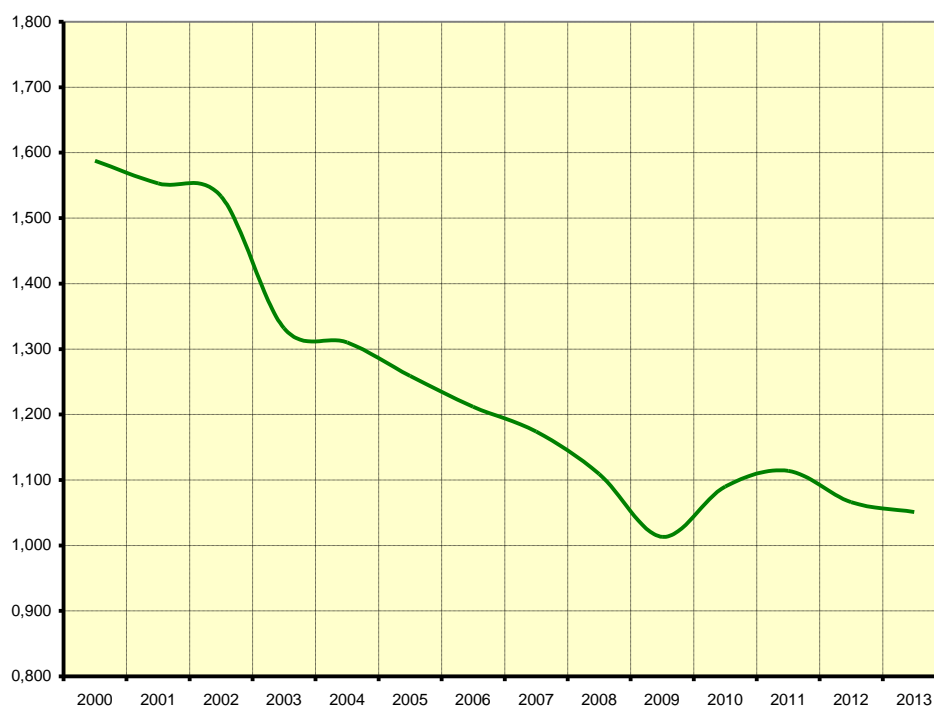


FONTE:: BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice, Anno 2013*, Roma: Banca d'Italia)

NOTA: Nel 2009 la crescita delle tre componenti della moneta, fino a quel momento piuttosto regolare, si arresta in concomitanza con l'approfondirsi della crisi con l'effetto di contenere la crescita di M1 (prevalentemente mezzi di pagamento) e di M3 (prevalentemente fondi di valore) e una sostituzione tra componenti di M2 (che crescono) e componenti di M3 (che si riducono) che segnala uno spostamento delle preferenze del settore privato verso strumenti liquidi meno legati al mercato finanziario.

GRAFICO 2: VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE

(Italia, moneta M3)



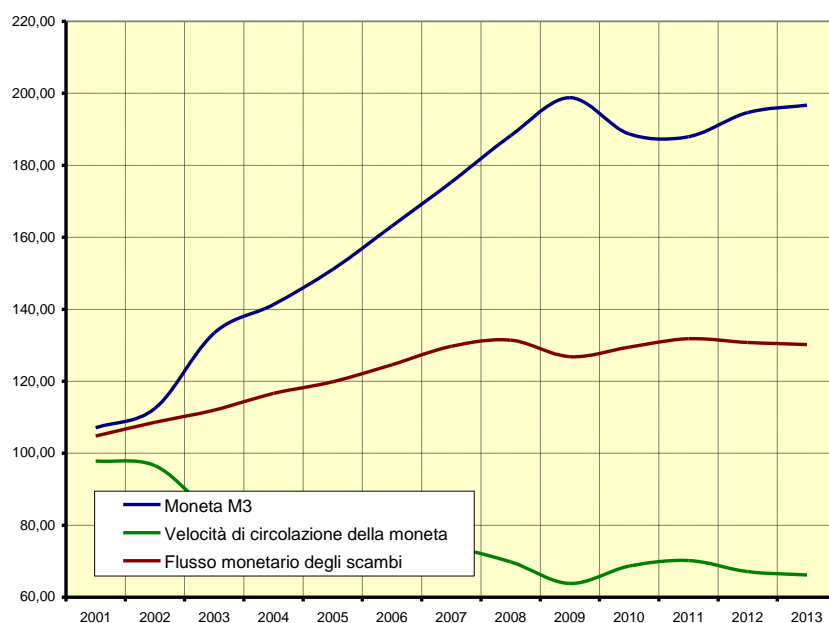
FONTE: ISTAT, *Conti economici nazionali*, Roma: Istat; BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice, Anno 2013*, Roma: Banca d'Italia)

NOTA: La sensibile contrazione della velocità di circolazione (in termini di M3) – e il forte accumulo di scorte liquide (per unità di spesa) – si arresta nel 2009 a quel momento piuttosto regolare, si arresta in concomitanza con l'anno di massima crisi per poi stabilizzarsi.

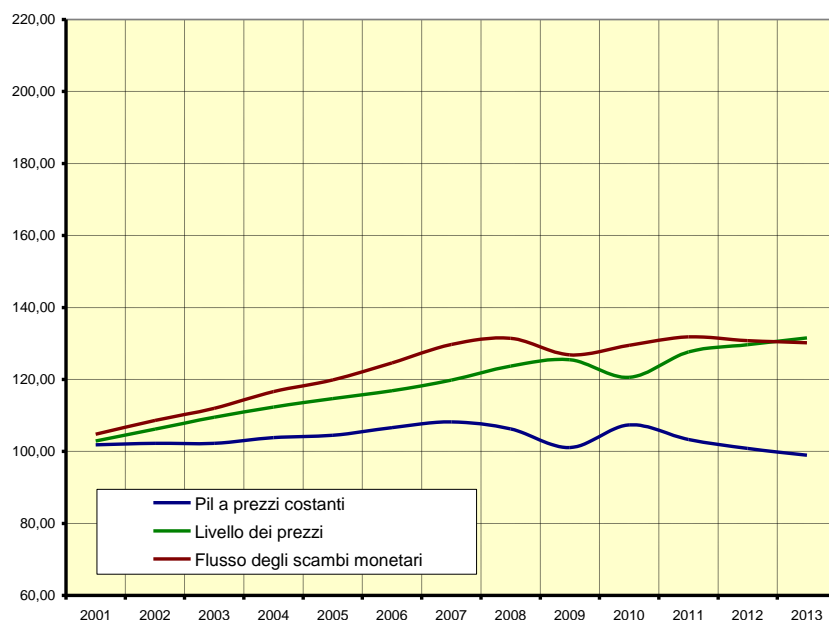
GRAFICO 3: IDENTITÀ QUANTITATIVA

(Italia, 2001-2013, numeri indice, 2000 = 100)

FLUSSO DI PAGAMENTI: *Quantità di moneta M3 per velocità di circolazione V*



FLUSSO DI BENI: *Quantità di beni Q per livello dei prezzi P*



FONTE:: ISTAT, *Conti economici nazionali*, Roma: Istat; BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice, Anno 2013*, Roma: Banca d'Italia)