

Corso di Politica Economica

Università degli Studi di Napoli Federico II
Dipartimento di Economia, Management, Istituzioni

Corso di laurea magistrale in Economia Aziendale (A.A. 2022/2023)

Lezione 8.

La politica monetaria: obiettivi, strategie e teorie sul *central banking*

Testo di riferimento: E. Marelli, M. Signorelli (2022). *Politica Economica. Le politiche dopo la grande recessione e lo shock pandemico (Capitolo 10)*.

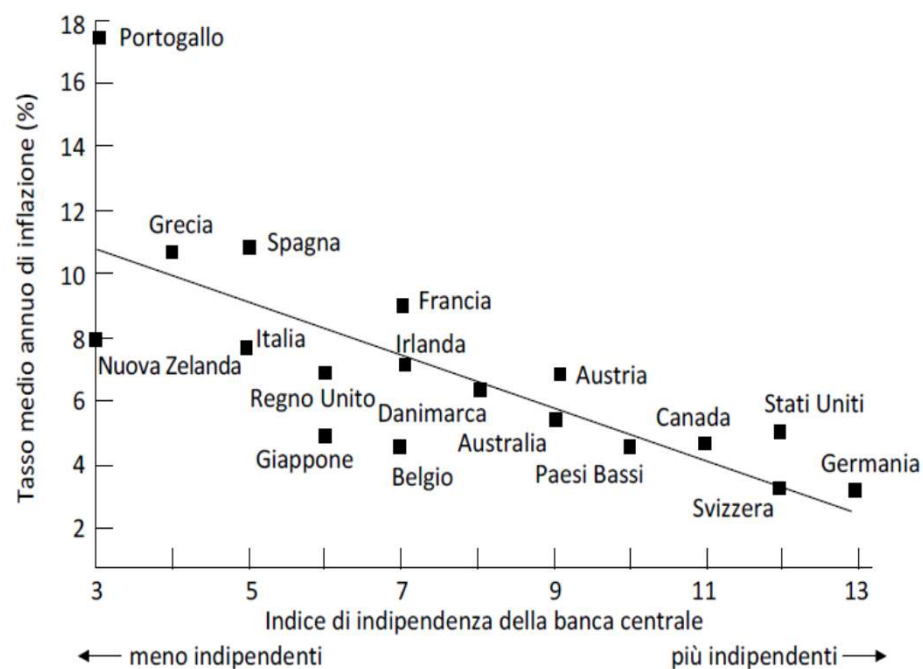
Docente: Walter Paternesi Meloni

L'indipendenza delle banche centrali

- Le banche centrali (BC) nel mondo hanno acquisito un'autonomia progressiva dagli anni '80: **central bank dominance**.
- L'indipendenza può riguardare i seguenti aspetti:
 - l'**indipendenza politica**, ovvero riguardo alle procedure di nomina del Governatore e del Consiglio direttivo, la loro durata in carica, ecc.
 - l'autonomia nella **fissazione degli obiettivi** della politica monetaria (tasso d'inflazione, obiettivi reali),
 - l'autonomia nella **scelta degli strumenti** (in tema di poteri d'indirizzo sui tassi d'interesse e sulla liquidità).
- Posizioni **teoriche** sull'autonomia delle BC:
 - Friedman proponeva un "costituzionalismo monetario" ed auspicava uno stretto controllo sulla BC da parte del Parlamento o attraverso il rispetto delle **regole monetarie**, al fine di minimizzare i comportamenti di tipo discrezionale;
 - i keynesiani auspicano un **coordinamento** tra politica monetaria e fiscale;
 - secondo le teorie della NMC, una chiara autonomia è richiesta al fine di condurre una più efficace e **credibile** lotta all'inflazione.
- L'**autonomia** delle BC è importante perché garantisce meglio la **stabilità dei prezzi**, anche grazie al rafforzamento della **credibilità** di una politica monetaria di bassa inflazione (*cf. cap. 9*).

Autonomia delle BC e inflazione

- Diversi **studi empirici** hanno mostrato che i paesi con BC più **indipendenti** hanno potuto godere di una maggiore stabilità dei prezzi (**bassa e poco volatile inflazione**), senza rilevanti effetti reali (ad es. su crescita, disoccupazione, tassi d'interesse reali, ecc.) (*vedi grafico*)
 - E ciò indipendentemente sia dal livello del disavanzo e del debito, sia dai regimi politico-istituzionali (la disciplina monetaria sembra non essere correlata con quella fiscale).
 - Secondo i **critici**, il basso tasso d'inflazione può essere spiegato da altri fattori: regime di cambio, istituzioni del mercato del lavoro, ecc.
- Comunque le BC, sebbene indipendenti dai governi, devono essere anche responsabili (**accountable**) del proprio operato nel rispetto alle istituzioni democratiche (ad es. devono render conto ai Parlamenti).



Fonte: V. Grilli-D. Masciandaro-G. Tabellini, *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, in *Economic Policy*, ottobre 1991, pp. 341-392.

L'indipendenza delle BC in Europa

- Le BC tradizionalmente più indipendenti erano di solito considerate (oltre alla **FED**), la **Bundesbank** e la **Banca centrale svizzera**, mentre quella inglese (ed in passato quelle dei paesi europei mediterranei) erano maggiormente subordinate ai governi.
- La **Banca d'Italia** acquisì una progressiva autonomia nel corso degli anni '80.
 - Essa cominciò a divenire più autonoma dal Governo con il cd. "**divorzio**" del **1981**, per cui non proseguì più con la pratica di acquistare i titoli del Tesoro invenduti alle aste (potendo così rifiutarsi di finanziare con moneta i disavanzi).
 - L'indipendenza aumentò nel 1992-93, quando la manovra del **tasso ufficiale di sconto** fu formalmente assegnata alla stessa Banca d'Italia (invece che al Ministero del Tesoro), assieme alla riforma della riserva obbligatoria e del conto corrente di Tesoreria.
- Il **Trattato di Maastricht** del 1992 imponeva ai paesi che intendevano partecipare all'UME il requisito di banche centrali indipendenti, nonché il divieto di finanziamenti monetari dei disavanzi pubblici (*cf. cap. 16*).
 - L'**indipendenza politica** è vista come condizione necessaria per assicurare la stabilità dei prezzi. Riguarda la scelta di **obiettivi** e **strumenti** di politica monetaria;
 - è rafforzata con le norme esplicite relative al **divieto dei finanziamenti monetari** dei disavanzi pubblici degli Stati, degli enti regionali e locali, e di tutti gli altri enti pubblici.

Obiettivi finali di politica monetaria

- Gli **obiettivi finali** della politica monetaria riguardano di solito la **stabilità monetaria** (ovvero del livello dei prezzi) e dell'**attività economica in generale** (produzione, occupazione, investimenti, ed altre variabili reali).
 - Per molte BC, la **stabilità dei prezzi** è l'obiettivo primario e comunque è la BC assegnataria dell'obiettivo di stabilità dei prezzi.
- **Estensione delle BC dopo la crisi:**
 - *confini funzionali*: ora **diversi obiettivi**, inclusa la **stabilità finanziaria** (regolamentazione, monitoraggio, supervisione)
 - Devono essere "prestatori di ultima istanza" anche per gli Stati?
 - *confini operativi*: **molteplici strumenti**, non solo fissazione dei tassi d'interesse e *liquidity management* (controllo di M^s); **operazioni non convenzionali**;
 - *confini dimensionali*: **operazioni più ampie** (infatti i bilanci delle BC sono cresciuti) e con numerose controparti;
 - *confini geografici*: operano ora in un **contesto globale**, oltre i confini nazionali
 - A causa dei **rischi sistemici**, ora più importanti i meccanismi di trasmissione internazionale della politica monetaria (ma il coordinamento delle politiche monetarie non è facile).

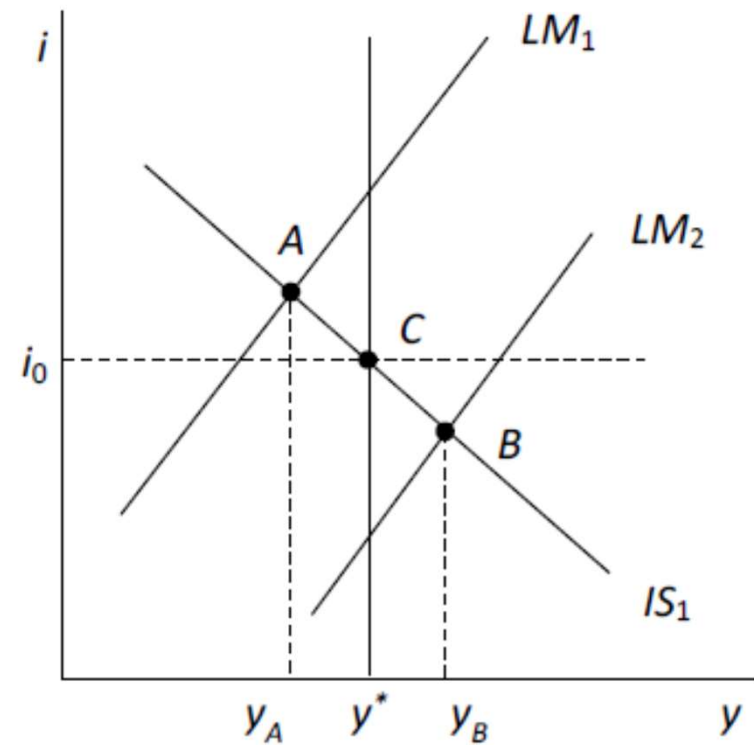
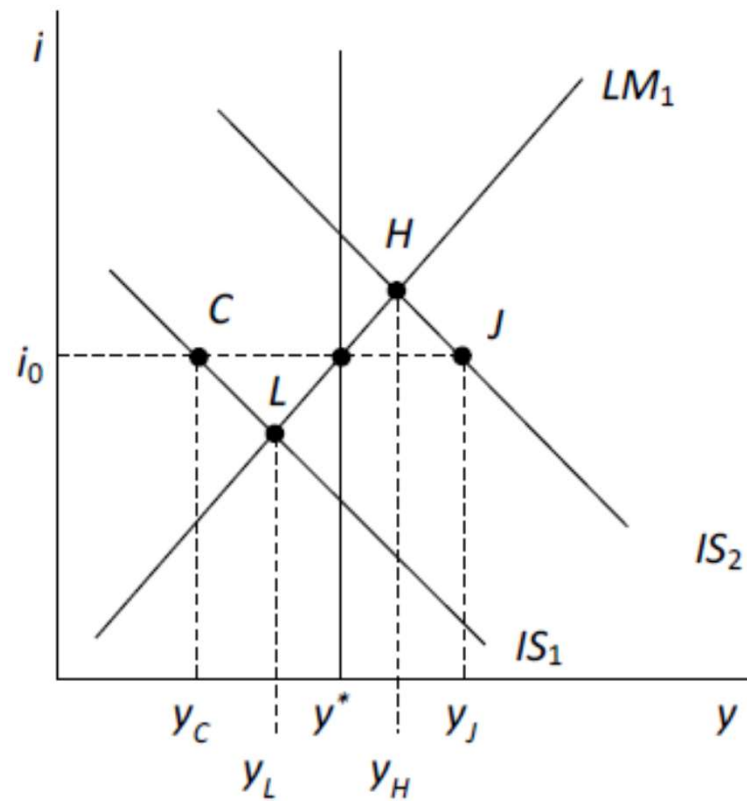
Il conservatorismo delle BC

- Per la credibilità della politica monetaria conta, oltre alla indipendenza, anche il grado di **conservatorismo** della stessa BC, di cui si hanno due accezioni (Rogoff, 1985):
 - i. *weight-conservative*,
 - ii. *target-conservative*.
- BC più o meno ***weight-conservative*** danno più o meno importanza all'inflazione rispetto alle variabili reali (cfr., nella funzione di perdita, i pesi relativi: λ_π e λ_Y).
 - Alcuni statuti di banche centrali, come la FED (ossia *Federal Reserve System* negli Usa), sembrano porre sullo stesso piano i due tipi di variabili, citando tra le variabili reali anche l'occupazione.
 - Invece la BCE, come vedremo (cfr. cap 17), considera come obiettivo primario quello della stabilità dei prezzi.
- BC ***target-conservative*** fisserebbero invece $u^* = u_0$, ossia il *bliss point* coinciderebbe col punto iniziale (come il punto A del grafico sulla *time inconsistency*): così verrebbe meno ogni incentivo a deviare.
- Vi è un ***trade-off tra credibilità*** – che richiederebbe regole fisse di politica economica o BC molto conservatrici – e ***flessibilità*** nella gestione della stessa politica monetaria (discrezionalità), che è invece importante soprattutto in un contesto d'incertezza e del possibile verificarsi di shock.
 - Una regola assolutamente rigida o la nomina di un banchiere centrale molto conservatore sono quindi sconsigliabili.

Obiettivi intermedi della politica monetaria

- Dopo aver trattato di obiettivi finali, ricordiamo che nel dibattito iniziale tra keynesiani e monetaristi due erano gli **obiettivi intermedi** considerati: i **tassi d'interesse e lo stock di moneta**.
- Secondo il **teorema di Poole**, la scelta ottimale di politica monetaria – stock di moneta oppure livello dei tassi d'interesse – dipende dalla **incertezza**, che può riguardare il mercato dei beni oppure quello finanziario.
- Infatti gli **shock** possono colpire: (i) domanda di beni, in tal caso fanno spostare la **curva IS**, oppure (ii) la domanda di moneta, che fanno invece spostare la **curva LM**.
- Supponiamo inoltre che:
 - la funzione di perdita sia data da: $L=(y_t - \hat{y}_t)^2$, ossia l'unico obiettivo finale è la stabilizzazione del reddito;
 - lo stato iniziale del sistema ed anche il reddito desiderato coincidano con il reddito di piena occupazione, ossia $y_t = \hat{y}_t = y_n$;
 - le autorità possano scegliere tra due strategie di politica monetaria, incentrate su due diversi **obiettivi intermedi**:
 - **offerta di moneta costante** (e quindi il tasso d'interesse i può oscillare a seguito di shock),
 - **tasso d'interesse costante** (e quindi l'offerta di moneta si aggiusta al verificarsi di shock).

Incertezza e obiettivi intermedi (Poole)



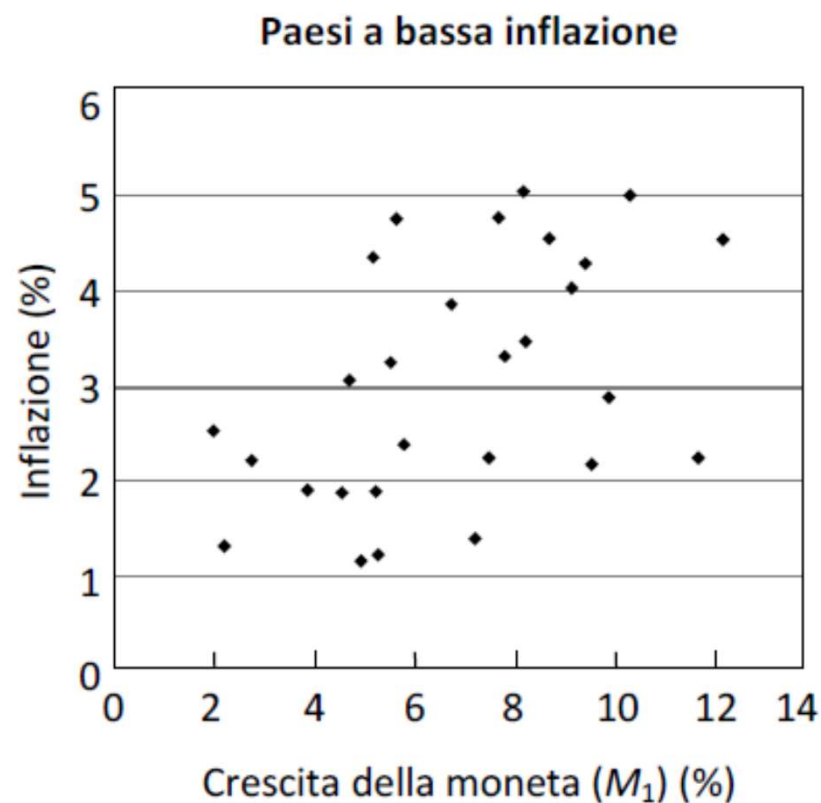
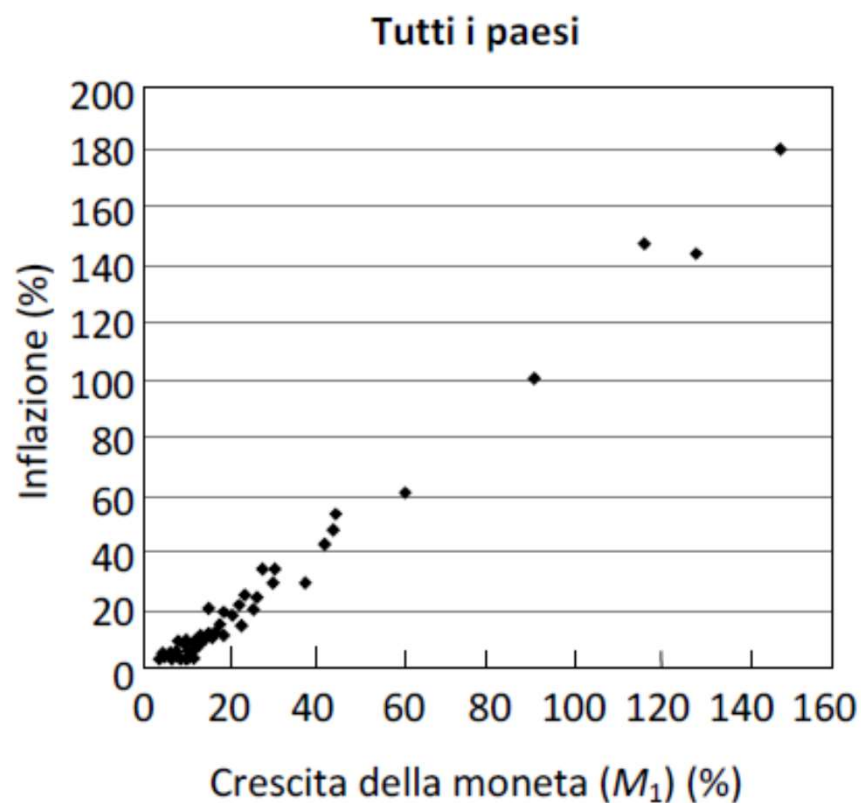
Diverse politiche ottimali a seconda del tipo di incertezza

- Esaminiamo prima il caso di **instabilità della curva IS** (parte sinistra del *grafico precedente*); ebbene la produzione oscilla:
 - poco (tra Y_L e Y_H) se si tiene fissa l'offerta di moneta (curva LM_1),
 - tanto (tra Y_C e Y_J) se si tiene fisso il tasso d'interesse (i_0).
- Se invece l'instabilità riguarda **la curva LM** (parte destra del grafico) la produzione oscilla:
 - tanto (tra Y_A e Y_B) se si tiene fissa l'offerta di moneta (la curva LM si sposta solo a causa dello shock sulla domanda di moneta),
 - per niente (rimane fissa a Y_n) se si tiene fisso il tasso d'interesse (i_0)
 - nel secondo caso l'offerta di moneta deve ovviamente aggiustarsi per compensare le oscillazioni della domanda di moneta, riportando la curva LM nella posizione iniziale.
- In conclusione:
 - i. **se l'instabilità riguarda il mercato dei beni**, è meglio un obiettivo intermedio in termini di **offerta di moneta costante**;
 - ii. se invece l'instabilità è prevalente **nei mercati finanziari**, è preferibile una politica di **stabilizzazione dei tassi d'interesse**.

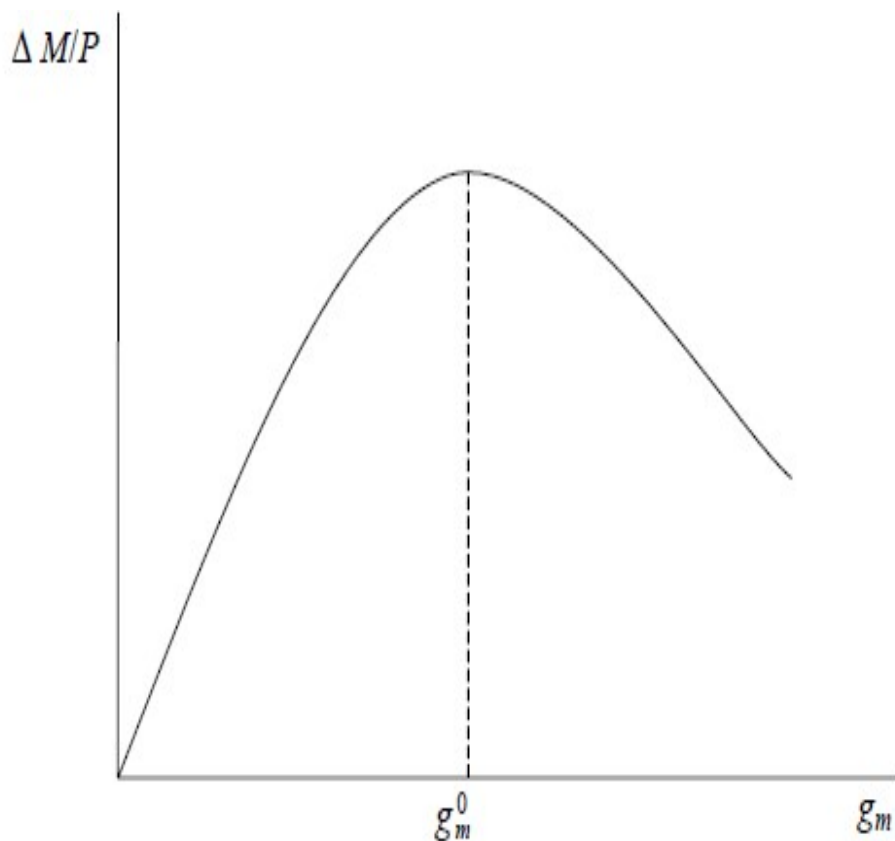
Moneta, inflazione e signoraggio

- Un forte aumento della quantità di **moneta** genera un'elevata **inflazione**.
 - Negli episodi di iperinflazione (*cf. lez. 8*), ciò succede perché la **banca centrale** – **non** essendo **indipendente** dal governo – acconsente al finanziamento monetario dei disavanzi pubblici.
- Gli **studi empirici** mostrano che il **legame tra moneta e inflazione** è robusto se: (i) si considerano analisi *time-series* di lungo periodo oppure (ii) *cross-section* con molti paesi; ma (iii) se si esaminano solo paesi avanzati con bassa inflazione la relazione scompare: v. i grafici successivi per i casi (ii) e (iii). Nell'ultimo caso molte altre determinanti dell'inflazione entrano in gioco (*cf. cap. 8*).
- Il **signoraggio** – derivante dal finanziamento monetario dei disavanzi – determina una specie di prelievo sui saldi monetari reali, al punto che viene a coincidere con la cd. **imposta da inflazione** (T_π), secondo una aliquota d'imposta che è data proprio dal tasso d'inflazione:
$$T_\pi = \pi (M/P) = g_m(M/P) = (\Delta M/M) (M/P) = \Delta M/P = \text{signoraggio}$$
 - se lo Stato, per finanziare la spesa pubblica, "stampa" moneta, aumentandone lo stock del 10%, invece che introdurre nuove imposte sui redditi, vi è indifferenza (in termini di "copertura") tra finanziare la spesa pubblica (G) con moneta (ΔM) oppure con imposte (T);
 - i privati cittadini subiranno una decurtazione dei **redditi reali netti** dello stesso importo (10%).

Relazione tra crescita monetaria e inflazione



Signoraggio e crescita monetaria



- All'inizio il governo può ricavare un elevato signoraggio aumentando $g_m = \Delta M/M$ in quanto può fare affidamento su saldi monetari reali (M/P) grosso modo costanti.

- In seguito però, a causa degli effetti (in parte ritardati):

$$\uparrow g_m \Rightarrow \uparrow \pi \Rightarrow \uparrow \pi^e \Rightarrow \downarrow (M/P),$$

i saldi monetari reali cominciano a diminuire.

- Quindi l'andamento del signoraggio rispetto alla crescita monetaria (g_m) è prima crescente e, dopo un punto di massimo (g_m^0), comincia a decrescere.

Strategie di politica monetaria: il *monetary targeting*

- A partire dagli '90 (in luogo dei vecchi obiettivi intermedi) due strategie di politica monetaria si sono fronteggiate: la prima è il ***monetary targeting***.
 - Esso discende dall'analisi **monetarista** secondo cui "l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario" (M. Friedman);
 - si annuncia un **tasso di crescita per lo stock di moneta** (g_m) all'interno di un sentiero e si attuano correzioni in caso di scostamenti;
 - approccio seguito in passato dalla Bundesbank, seppure in modo flessibile (ossia stabilendo intervalli di variazione per g_m e consentendo frequenti scostamenti rispetto agli obiettivi annunciati);
 - vi è il problema di scegliere l'aggregato monetario più appropriato: M1, M2, M3, ecc.;
 - questo approccio può essere ottimale se la funzione di **domanda di moneta è stabile**.

Aggregati monetari (1)

Insieme delle forme di attività finanziarie che hanno un certo grado di liquidità (la 'quasi moneta') e che quindi possono assolvere le diverse funzioni normalmente attribuite alla moneta.

Gli aggregati monetari sono generalmente indicati con i simboli M1, M2 ed M3.

Nel primo caso l'attenzione è posta sulla funzione di intermediaria negli scambi svolta dalla moneta; per questo motivo la sigla *M1* comprenderà tutti i mezzi di pagamento che hanno la caratteristica di essere immediatamente spendibili (*liquidità primaria*) → monete e banconote emesse dalla banca centrale + *depositi in conto corrente* trasferibili a vista mediante *assegno o bonifico bancario (overnight deposits)*.

M2 (o liquidità secondaria) è ottenuto aggiungendo ad *M1* tutte le altre attività altamente liquide con valore certo a qualsiasi data futura (depositi a risparmio, sia bancari che postali, e buoni fruttiferi postali detenuti dal pubblico). Secondo la definizione della Banca Centrale Europea, esse comprendono i depositi con scadenza prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.

L'aggregato ampio (*M3*) comprende, oltre a *M2*, alcuni strumenti emessi da varie istituzioni finanziarie monetarie con un alto grado di liquidità e di certezza del prezzo → quote o partecipazioni nei fondi comuni monetari, operazioni pronti contro termine e obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni.

Aggregati monetari (2)

L'analisi monetaria della Banca Centrale Europea segue con particolare attenzione l'aggregato monetario M3, perché include tutti gli strumenti liquidi, stretti sostituti tra loro, e quindi è più stabile di M1 e M2. Al contrario, negli Stati Uniti la Federal Reserve (→) ha smesso di pubblicare l'aggregato M3 nel 2006, non ritenendolo più informativo di M2.

Gli aggregati assumono una particolare rilevanza nella definizione delle strategie di **politica monetaria** in quanto attraverso la loro manovra le autorità monetarie possono effettuare un corretto intervento nel settore economico.

L'inflation targeting

- Una strategia alternativa al *monetary targeting* è l'***inflation targeting***
 - muove dalla constatazione che i dati sull'offerta di moneta sono indicatori inaffidabili dell'inflazione futura, soprattutto in un contesto di bassa inflazione e di continue **innovazioni finanziarie**, in cui lo stock di moneta è soggetto a shock che provengono più dal lato della domanda;
 - il **valore stimato dell'inflazione attesa** prende il posto dello stock di moneta quale **obiettivo intermedio**;
 - si **annuncia** un tasso d'inflazione (*target*) valido per il medio periodo (più precisamente un sentiero per π^e_{t+1} futura, con azioni correttive se $\pi^e_{t+1} \neq \pi_{t+1}$);
 - la banca centrale deve render conto delle **deviazioni** del tasso d'inflazione effettivo da quello annunciato come target;
 - adottato in passato da paesi quali Nuova Zelanda, Canada, Regno Unito, Svezia, Israele, alcuni paesi latino-americani o est-europei;
 - ha il vantaggio della semplicità e della completezza nell'analisi delle cause dell'inflazione.

Strumenti di politica monetaria

- Secondo la visione tradizionale, i tre strumenti "classici" di politica monetaria discendono direttamente dal concetto di **moltiplicatore della moneta** (o dei depositi):

$$M = H \cdot 1/[c + \rho(1-c)]$$

dove: M è l'offerta di moneta, H la base monetaria (somma di circolante e riserve bancarie), ρ il rapporto riserve/depositi, c la proporzione della domanda di moneta tenuta come circolante.

- Le banche centrali controllano di solito lo stock di moneta (M) indirettamente attraverso gli strumenti:
 1. **vincoli sulle riserve**: se la banca centrale impone una riserva minima obbligatoria, può influenzare il valore di ρ e quindi dell'offerta di moneta ($\uparrow \rho \Rightarrow \downarrow M$);
 2. **prestiti** alle banche, che non solo modificano H, ma il tasso d'interesse ad esse applicato – il **tasso ufficiale di riferimento (o di sconto)** – influenza ρ (attraverso le riserve "libere", ossia in eccesso rispetto a quelle obbligatorie); oggi le manovre del tasso ufficiale di riferimento sono ritenute importanti per il valore segnaletico e la loro influenza sulle aspettative degli agenti privati;
 3. **operazioni di mercato aperto**: consistono in compravendite di titoli di Stato esistenti sul mercato ed influenzano il valore della base monetaria (con l'acquisto di titoli: $\uparrow B^d \Rightarrow \uparrow H$, con la vendita di titoli: $\uparrow B^s \Rightarrow \downarrow H$).

La manovra dei tassi d'interesse

- **Strumento** tipico delle BC è la fissazione del **tasso di riferimento** (tasso ufficiale o di sconto o di *policy*):
 - politica monetaria **espansiva**: $\downarrow i$ (equivalente a $\uparrow M^s$)
 - politica monetaria **restrittiva**: $\uparrow i$ (equivalente a $\downarrow M^s$).
- Una relazione utile per capire come le banche centrali fissano il tasso d'interesse è la **regola di Taylor**.
 - Essa si basa sull'ipotesi che le banche centrali fissino i tassi d'interesse con l'obiettivo di **stabilizzare sia i prezzi sia le variabili reali**.
 - Lo stesso Taylor ammetteva che tale regola non deve essere seguita in modo meccanicistico: la considerazione di altri obiettivi o la comparsa di nuovi eventi (crisi valutarie, necessità di rilanciare gli investimenti privati, ecc.) possono giustificare temporanee deviazioni.
 - Nella regola entra il **tasso d'inflazione obiettivo**, che deve essere numericamente specificato (ad es. $\pi_t^{\wedge} = 2\%$ nel caso della BCE); è pure incluso il **prodotto y^* potenziale**.

La regola di Taylor

▪ Equazione della **regola di Taylor**:

$$i_t = i^{\wedge} + a (\pi_t - \pi_t^{\wedge}) + b (y_t - y^*)$$

dove :

- i_t è il **tasso d'interesse nominale a breve**, fissato dalla BC,
- i_t^{\wedge} è il tasso d'interesse nominale **obiettivo**,
 - quest'ultimo può essere scomposto nella somma del tasso d'interesse reale naturale (r_n) più il tasso d'inflazione obiettivo (π_t^{\wedge}),
- $(\pi_t - \pi_t^{\wedge})$ sono le deviazioni del tasso d'**inflazione** (π_t) dal suo *target* (π_t^{\wedge})
 - in alcune formulazioni π_t^e prende il posto di π_t
- $(y_t - y^*)$ è l'**output gap**, ossia la differenza tra l'output effettivo (y_t) e quello potenziale (y^*)
 - in una formulazione alternativa si potrebbe mettere $(u_t - u_n)$ (in questo caso ovviamente con il segno meno davanti al parametro b).
- I parametri a, b sono stimati econometricamente: quanto più $a > b$, tanto più la banca centrale attribuisce **importanza all'inflazione** piuttosto che alle **variabili reali**.