

# LA POLITICA MONETARIA

- Con il termine “politica monetaria” si intende la gestione dell’offerta di moneta. Sebbene il concetto possa apparire semplice, le teorie che orientano l’operatività di una banca centrale sono complesse e spesso controverse.
- Visto l’impatto che tale politica esercita su tutto il sistema economico, occorre comprenderne gli aspetti fondamentali.

## Obiettivi di politica monetaria: stabilità dei prezzi e ancora nominale

- I responsabili di governo in tutto il mondo sono diventati sempre più consapevoli del costo sociale ed economico dell'inflazione.
- La stabilità dei prezzi, perciò, è ormai considerata come l'obiettivo principale della politica monetaria.
- Un alto tasso di inflazione crea uno stato di incertezza che può ostacolare lo sviluppo economico.
- In effetti, *l'iperinflazione* si è rivelata fortemente dannosa per i paesi che l'hanno sperimentata.

## Obiettivi di politica monetaria: stabilità dei prezzi e ancora nominale (cont.)

- I responsabili della politica monetaria devono stabilire un'**ancora nominale** che definisca la stabilità dei prezzi. Per esempio, "mantenere un tasso di inflazione compreso fra il 2 e il 4%" può essere inteso come un'ancora.
- Un ancora serve anche a limitare il problema della **incoerenza temporale** (*time-inconsistency*).

## Obiettivi di politica monetaria: stabilità dei prezzi e ancora nominale (cont.)

- Il problema dell'incoerenza temporale ha a che vedere con il fatto che le decisioni di politica monetaria che inseguono risultati di breve periodo ne produrranno di insoddisfacenti nel lungo periodo.
  - I responsabili della politica monetaria sono sempre tentati nel breve periodo di perseguire manovre espansive per aumentare la produzione. Tuttavia, di solito si verifica il contrario.
  - Le banche centrali otterranno risultati più efficaci nel controllo dell'inflazione a lungo termine se non cercheranno di sorprendere i vari soggetti economici con politiche espansive.
  - Un'ancora nominale può aiutare a evitare le decisioni orientate al breve periodo.

## Altri obiettivi della politica monetaria

- Obiettivi
  - tasso di occupazione elevato
  - sviluppo economico
  - stabilità dei mercati finanziari
  - stabilità dei tassi di interesse
  - stabilità dei cambi
- Questi obiettivi sono in conflitto fra di loro?

## La stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale della politica monetaria?

- Nel lungo periodo non vi è conflitto tra l'obiettivo della stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi menzionati sopra. Per esempio, non esiste un trade-off fra inflazione e disoccupazione nel lungo periodo.
- Tuttavia, nel breve periodo tali conflitti esistono. Per esempio, un aumento dei tassi di interesse servirà a prevenire l'inflazione, ma incrementerà la disoccupazione nel breve periodo.

## La stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale della politica monetaria? (cont.)

- La BCE opera secondo un **mandato gerarchico**, che fissa cioè la priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e prevede poi la possibilità di perseguire altri obiettivi, sempre che non siano in conflitto con la stabilità.
- La Fed, al contrario, opera secondo un **mandato duale**, secondo il quale agli obiettivi della massima occupazione, della stabilità dei prezzi e di un livello moderato dei tassi di interesse di lungo termine viene data uguale importanza.

## La stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale della politica monetaria? (cont.)

Per un sistema economico è meglio essere assoggettato a un mandato gerarchico o a un mandato duale?

- Questi due tipi di mandato non sono molto differenti se la massima occupazione è definita come il tasso di disoccupazione naturale. In pratica, comunque, le cose sono un po' più complicate.
- Per esempio, un certo livello di inflazione può essere necessario nel breve periodo per ridurre le fluttuazioni cicliche e sostenere la produttività economica. In questo senso, quindi, la stabilità dei prezzi dovrebbe essere vista come l'obiettivo primario solo nel lungo periodo.

## La stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale della politica monetaria? (cont.)

- Un mandato duale può condurre a politiche troppo espansive che aumentano l'occupazione e la produzione nel breve periodo, ma anche l'inflazione a lungo termine.
- Un mandato gerarchico, d'altra parte, può dare un'enfasi eccessiva al controllo dell'inflazione, concentrandosi esclusivamente su di essa anche nel breve periodo.
- In definitiva, ogni tipo di mandato è accettabile nella misura in cui agisce per far sì che la stabilità dei prezzi sia l'obiettivo primario nel lungo periodo, ma non nel breve.

## Politiche non convenzionali delle banche centrali durante una crisi

- Ci sono diverse situazioni nelle quali i canali dei tassi e del credito perdono rilievo e dunque la politica convenzionale della banca centrale tende a perdere efficacia (per esempio, quando i tassi di riferimento si approssimano allo zero o quando il mercato interbancario si blocca).
- In questi casi, le banche centrali possono adottare “politiche non convenzionali” (ovvero straordinarie):
  - creazione massiccia di liquidità
  - pendenza della struttura per scadenza dei tassi
  - sblocco del mercato del credito

## Scelta degli strumenti operativi della politica monetaria

- Diamo ora uno sguardo a come la politica monetaria venga condotta giorno per giorno.
- Lo **strumento operativo** è una variabile che risponde agli strumenti della banca centrale. I due principali sono: le riserve nelle diverse definizioni (riserve totali, riserve non prese a prestito, base monetaria) e i tassi di interesse di mercato monetario.
- Un obiettivo intermedio (per esempio, un tasso di interesse a lungo termine) non è direttamente influenzato dagli strumenti della politica monetaria, ma può essere più direttamente legato agli obiettivi della politica stessa (per esempio, la stabilità dei prezzi nel lungo periodo).

## Criteri di scelta degli strumenti operativi

- Quando si deve scegliere uno strumento operativo, occorre basarsi su tre criteri:
  - *osservabilità e misurabilità*
    - (alcuni strumenti sono osservabili, sebbene con uno certo ritardo; per esempio, i diversi aggregati rappresentativi delle riserve)
  - *controllabilità*
    - (alcuni strumenti non sono perfettamente controllabili; per esempio, le riserve non prese a prestito e i tassi a breve in termini reali)
  - *effetti prevedibili sugli obiettivi*
    - (in generale, i tassi di interesse a breve offrono il miglior legame con gli obiettivi di politica monetaria; tuttavia, anche le riserve aggregate continuano a essere usate come strumento operativo)

## Politica monetaria europea

- Il funzionamento della politica monetaria si basa sulla capacità della banca centrale di regolare la quantità di base monetaria in circolazione.
- Nel mercato delle riserve di liquidità delle banche, la funzione di offerta e l'obbligo di riserva sono sotto lo stretto controllo della banca centrale, mentre la funzione di domanda riflette il fabbisogno di mezzi di pagamento dell'economia.
- La banca centrale è quindi in grado di dirigere, attraverso le condizioni del mercato (scarsità/abbondanza), l'andamento dei tassi di interesse a breve termine.

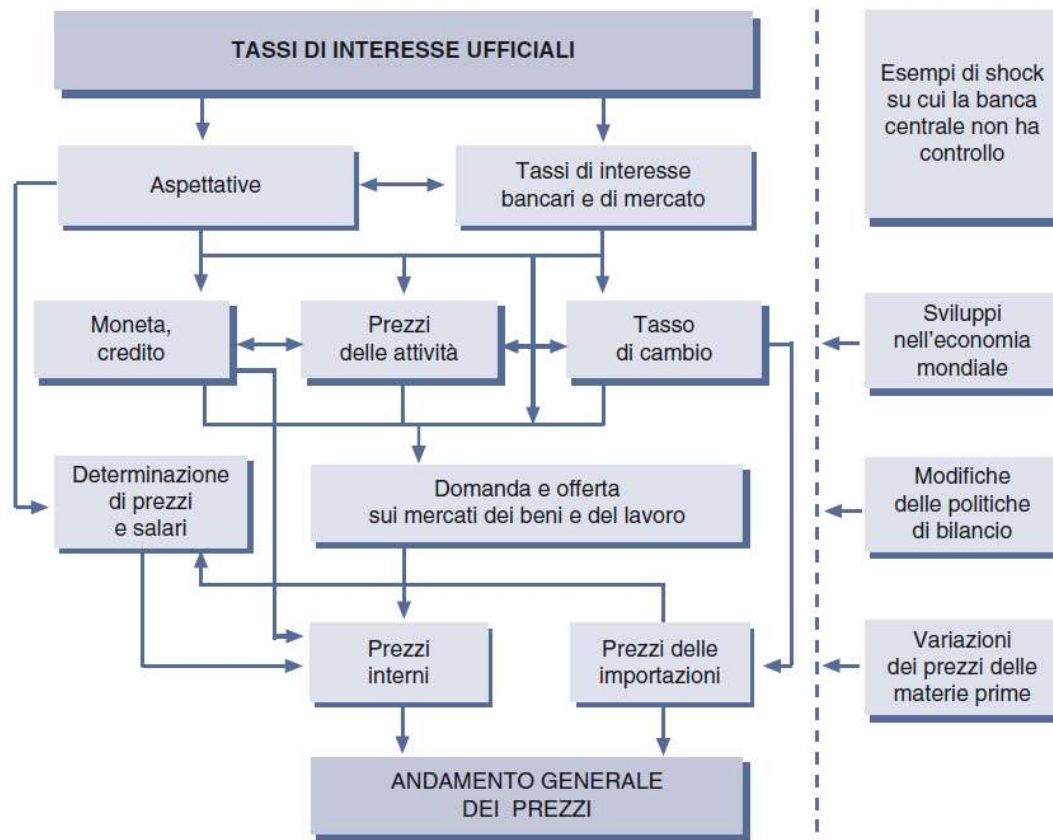
## Politica monetaria europea (cont.)

- Il trattato della Comunità stabilisce che l'obiettivo primario dell'Eurosistema e della politica monetaria europea è quello del "mantenimento della stabilità dei prezzi".
- Nello stesso tempo il trattato aggiunge che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità", cioè un elevato livello di occupazione, una crescita sostenibile e non inflazionistica, un alto grado di competitività e di convergenza dei risultati economici.

## Meccanismo di trasmissione della politica monetaria

- Il processo è avviato dalla decisione della banca centrale di variare i tassi di interesse di riferimento, quindi il costo dei fondi (riserve) che il sistema bancario richiede alla banca centrale.
- Si modificano quindi le condizioni di offerta di credito e di disponibilità monetarie, oltre che gli equilibri in altri mercati, come quello delle attività finanziarie e quello dei cambi.
- In ogni caso, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è caratterizzato da diversi fattori di incertezza, sia dal punto di vista della portata e della incisività degli effetti sugli obiettivi finali, sia dal punto di vista del lasso temporale in cui il processo si completa.

# Meccanismo di trasmissione della politica monetaria (cont.)



**Figura 10.5**  
 Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi.  
 Fonte: BCE, *La politica monetaria della BCE*, 2004.

## Strategie di politica monetaria della BCE

- Fra le caratteristiche fondamentali di una politica monetaria efficace, citiamo:
  - la ricerca di un alto livello di credibilità in modo da potere influire sulle attese di inflazione degli operatori economici
  - l'orientamento al medio termine dell'azione di politica monetaria per tenere conto dei lag di trasmissione delle manovre e dell'esigenza di evitare un eccessivo attivismo
  - l'adozione di un quadro di riferimento di ampio respiro e di una base informativa completa

# Origini del sistema delle banche centrali

---

La più antica banca centrale del mondo, la Sveriges Riksbank o Banca di Svezia, fu istituita nel 1668

La fondazione della **Banca d'Inghilterra (BoE, Bank of England)** nel 1694 segna di fatto l'origine del sistema bancario centrale, poiché la BoE è stata l'archetipo delle banche centrali create in Europa durante il diciottesimo e diciannovesimo secolo

Negli Stati Uniti nel 1913 venne fondata la **Federal Reserve Bank**, il cui potere era distribuito su 12 Federal Reserve regionali sparse su tutto il territorio

# Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

---

La **Banca Centrale Europea (BCE)** è nata il 1 giugno 1998 per gestire i diversi aspetti transitori relativi alla nascita dell'Eurozona

L'**Eurozona** è una unione monetaria ed economica che consiste di stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'**euro** come loro moneta

A tutto il 2017, 19 su 28 stati membri dell'Unione Europea hanno aderito all'area dell'euro

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

Poiché non tutti gli stati membri della UE hanno adottato l'euro, il **Sistema europeo delle banche centrali (SEBC)** è stato istituito insieme all'**Eurosistema** a comprendere:

- la **BCE**
- le **banche centrali nazionali (BCN)** di tutti gli stati membri della Unione Europea

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

Tutti i paesi che hanno adottato la moneta unica europea, hanno trasferito la loro sovranità monetaria e il processo della politica monetaria a livello sovranazionale

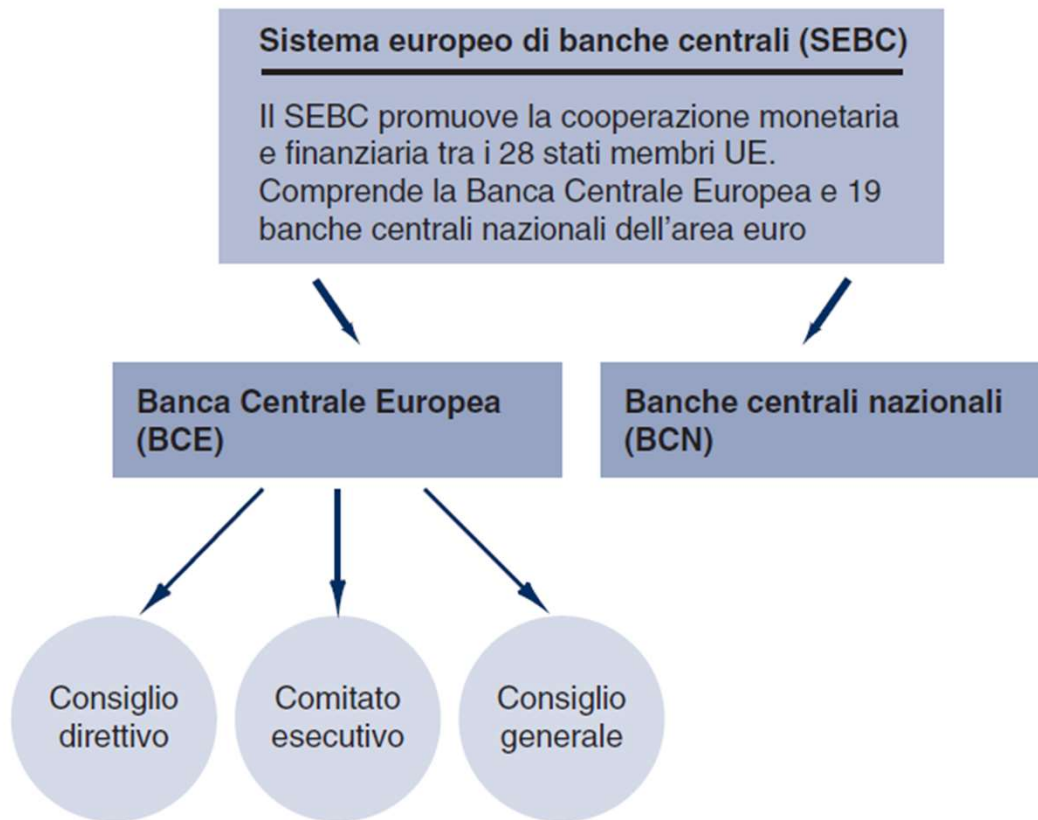
Di fatto, l'**Eurosistema** è la sede delle funzioni di *central banking* dell'area euro

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

I tre principali **organi decisionali** della Banca Centrale Europea sono:

- **il Consiglio direttivo**
- **il Comitato esecutivo**
- **il Consiglio generale**

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali



**Figura 16.2** Struttura e responsabilità per gli strumenti regolamentari all'interno del SEBC

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

Il **Consiglio direttivo** è il principale organo decisionale della BCE, a cui spetta la responsabilità di formulare la politica monetaria per l'area dell'euro

Il **Consiglio Esecutivo** della BCE è responsabile per le operazioni finanziarie quotidiane e per la gestione della BCE e dell'Eurosistema

Il compito principale del **Consiglio Generale** è incoraggiare la cooperazione fra le banche centrali nazionali e la UE

## Variazioni nelle funzioni e nelle strutture delle banche centrali

Il **Federal Reserve System (Fed)** fu creato nel 1913 per limitare la frequenza di situazioni di panico bancario

A causa della ostilità verso le banche centrali e dell'accentramento di potere, il Federal Reserve System fu disegnato prevedendo molti meccanismi di bilanciamento dei poteri

La Fed è composta:

- dal **Board of Governors della Federal Reserve**
- dal **Federal Open Market Committee (FOMC)**
- da **12 sedi regionali**
- dalle banche socie e dal **Federal Advisory Council**

# Struttura e indipendenza delle banche centrali di altri paesi

---

La **Banca di Inghilterra** è governata dalla Corte dei direttori

Il **Comitato di Politica Monetaria (MPC, Monetary Policy Committee)** è responsabile per la conduzione della politica monetaria nel Regno Unito

Il termine **Brexit** si riferisce all'Intenzione del Regno Unito di uscire dalla UE a seguito del voto in tal senso espresso dal 51,9% degli elettori inglesi in occasione del referendum del 23 giugno 2016

## Banche centrali e indipendenza

---

Uno dei principi fondamentali del funzionamento delle banche centrali è l'**indipendenza** con cui decidono le azioni di politica monetaria

Nel caso della BCE, questo principio è stato considerato particolarmente importante, e ne sono derivate norme di tutela molto forti, che vengono qualificate **di status “costituzionale”** in quanto inserite nel trattato della Comunità Europea

## Banche centrali e indipendenza

Le argomentazioni a **favore dell'indipendenza** delle banche centrali si fondano sull'opinione che una sua diminuzione porterebbe a una politica monetaria con tendenze inflazionistiche

Una **banca centrale indipendente** può permettersi

- di adottare approcci a lungo termine
- di non rispondere ai problemi a breve termine che si tradurrebbero in una politica monetaria espansionistica e in un ciclo di business politico

## Banche centrali e indipendenza

Le **tesi a sfavore dell'indipendenza** sostengono che sia antidemocratico permettere che la politica monetaria (così importante per tutti) venga controllata da un'élite che non è responsabile verso il pubblico

## Strategia di politica monetaria della BCE (cont.)

- Fra le azioni più specifiche, ricordiamo:
  - *definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi*
  - *consistenza e credibilità dei processi attraverso cui si formano le decisioni di politica monetaria*
    - *analisi economica*
    - *analisi monetaria*
  - *comunicazione*

## Assetto operativo della politica monetaria europea

- L'assetto operativo si occupa di come determinare uno specifico livello dei tassi di interesse, cioè attraverso quali strumenti intervenire.
- Gli *strumenti della politica monetaria dell'Eurosistema* possono essere distinti in tre categorie:
  - **operazioni di mercato aperto** (OMA)
  - **operazioni** attivabili **su iniziativa delle controparti**
  - **vincolo di riserva obbligatoria** imposto alle istituzioni creditizie

## Assetto operativo della politica monetaria europea (cont.)

- Le OMA si attuano su iniziativa della BCE e, in genere, sono effettuate dalle BCN. Esse si articolano in quattro diverse tipologie:
  - *operazioni di rifinanziamento principali*
  - *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*
  - *operazioni di fine tuning*
  - *operazioni di tipo strutturale*

## Assetto operativo della politica monetaria europea (cont.)

- Nelle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, sono appunto le controparti (per esempio le banche) che svolgono le operazioni nei confronti delle BCN. Le tipologie al riguardo sono due:
  - *operazioni di rifinanziamento marginale*
  - *operazioni di deposito presso la banca centrale*

## Assetto operativo della politica monetaria europea (cont.)

- La riserva obbligatoria di liquidità è un deposito presso l'Eurosistema che le banche sono tenute a costituire in misura proporzionale all'ammontare di un aggregato di poste del passivo del proprio bilancio.
- Gli scopi della riserva obbligatoria sono due:
  - contribuire a creare fabbisogno strutturale di liquidità (di base monetaria)
  - stabilizzare i tassi di interesse a breve termine

# LA BCE OGGI...

[https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/interest\\_rates.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/interest_rates.it.html)



LA BANCA  
D'ITALIA

[https://www.bancaditalia.it/c  
hi-siamo/index.html](https://www.bancaditalia.it/c<br/>hi-siamo/index.html)



albanese@unina.it

**GRAZIE**