

**Gestione della politica monetaria: strumenti e  
obiettivi  
corso PAS**

**10**

# Anteprima

- 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.

## Anteprima (cont.)

- In questo capitolo esamineremo il modo in cui la gestione della politica monetaria influenza l'offerta monetaria e i tassi di interesse. In primo luogo, ci concentreremo sugli strumenti e sugli obiettivi di una banca centrale, con frequenti riferimenti alla Fed. Successivamente, analizzeremo la strategia e l'assetto operativo della politica monetaria della BCE

## Anteprima (cont.)

- Obiettivi di politica monetaria: stabilità dei prezzi e ancora nominale
- Altri obiettivi della politica monetaria
- La stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo principale della politica monetaria?
- Scelta degli strumenti operativi della politica monetaria
- Politica monetaria europea

# 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.

# 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.

# 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.

# Politica monetaria europea: la trasmissione della politica monetaria

- 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.
- Tale facoltà è importante perché rappresenta uno strumento attraverso cui la banca centrale può influire sul comportamento degli operatori dell'economia e quindi sulle variabili reali.
- Questa proposizione delinea quello che viene definito "**meccanismo di trasmissione della politica monetaria**".
- Si assume che, nel lungo periodo, la politica monetaria non possa influenzare la crescita economica intervenendo sull'offerta di moneta; una variazione della quantità di moneta potrà modificare il livello generale dei prezzi ma non avrà effetti permanenti sulle variabili reali come il prodotto o l'occupazione.

## Politica monetaria europea (cont.)

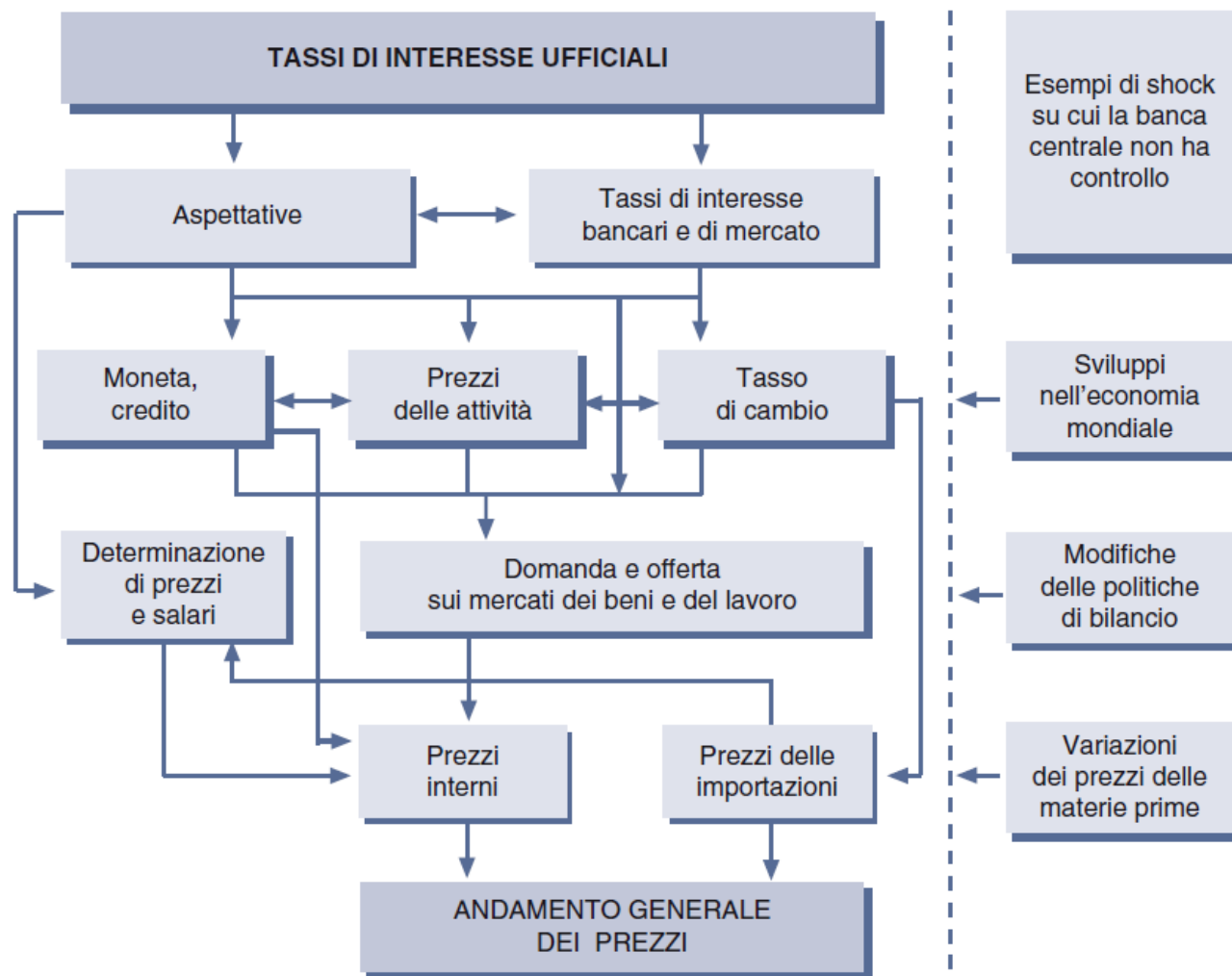
- Il trattato della Comunità stabilisce che l'obiettivo primario dell'Eurosistema e della politica monetaria europea è quello del "mantenimento della stabilità dei prezzi".
- Nello stesso tempo il trattato aggiunge che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche 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

# 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.)

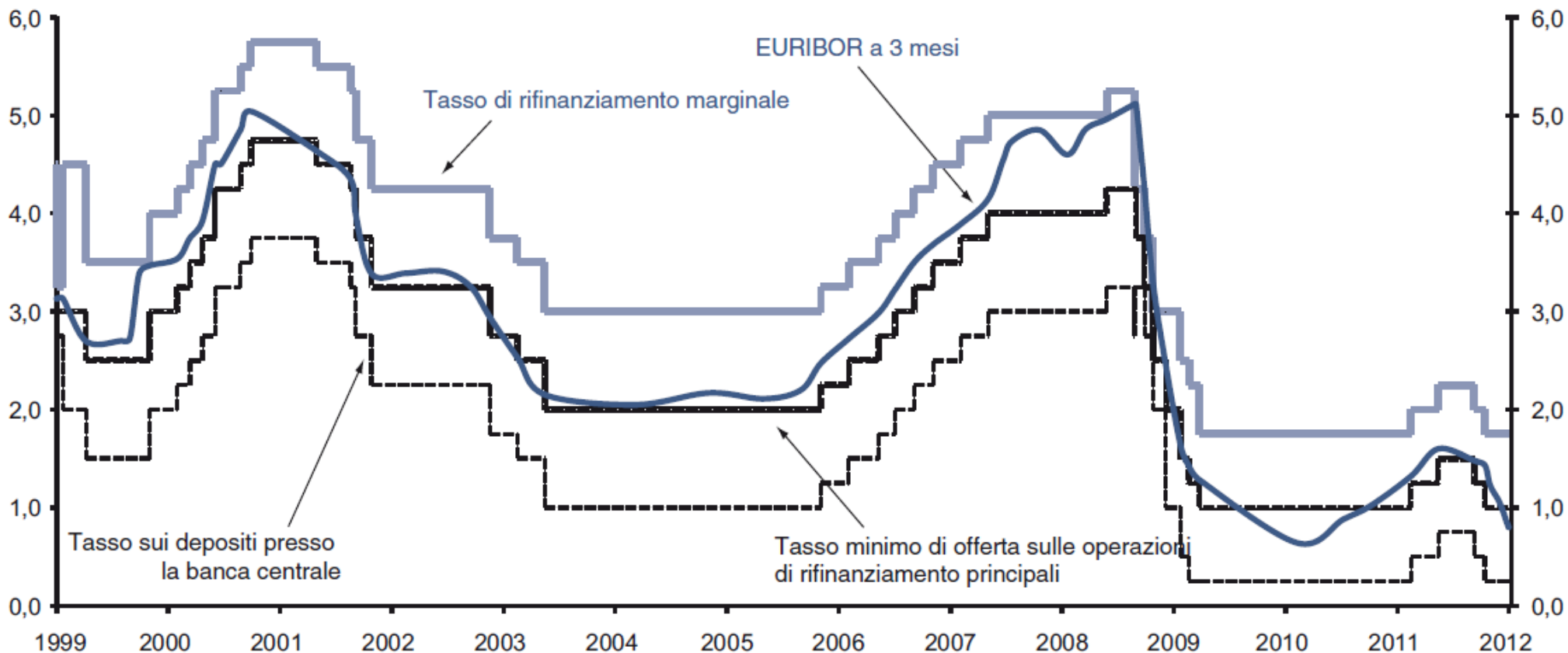
- Nelle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, sono appunto le controparti (per esempio le banche) che svolgono le operazioni nei confronti delle BCN. Le tipologie al riguardo sono due:
  - *operazioni di rifinanziamento marginale*
  - *operazioni di deposito presso la banca centrale*

## 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



# Assetto operativo della politica monetaria europea (cont.)



**Figura 10.6**

Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario. *Fonte:* Elaborazione su dati BCE.