



ECONOMIA MONETARIA

I regimi di politica monetaria

In queste diapositive

- ▶ Gli atteggiamenti delle Banche Centrali nella conduzione della politica monetaria:
 - ▶ regole o discezionalità?
 - ▶ la scelta degli obiettivi finali
 - ▶ l'importanza dell'inflazione
 - ▶ la scelta delle variabili target per raggiungere gli obiettivi
 - ▶ monetary targeting
 - ▶ inflation targeting
 - ▶ regimi ibridi

Regole vs discrezionalità

- ▶ Discrezionalità (fine tuning): intervenire in modo diverso in momenti diversi, anche per correggere le aspettative degli agenti.
- ▶ Regole: evita possibili effetti destabilizzanti delle politiche discrezionali.
 - ▶ fisse: stabilisce l'evoluzione degli strumenti all'inizio dell'orizzonte di pianificazione e impone alla BC di non modificare il proprio comportamento nel tempo;
 - ▶ flessibili: determina i valori degli strumenti sulla base di quelli assunti dalle variabili obiettivo nel tempo; più spazio al cambiamento di comportamento

Scelta tra regole e discrezionalità

- ▶ Regole fisse:
 - ▶ l'economia è intrinsecamente stabile e tende verso equilibri "naturali";
 - ▶ politica monetaria può avere effetti nel breve periodo ma non nel lungo;
 - ▶ bisogna evitare qualunque tentativo di fine tuning.
- ▶ Politiche discrezionali:
 - ▶ l'economia è un sistema "aperto" che evolve nel tempo;
 - ▶ privo di un equilibrio di lungo periodo e intrinsecamente instabile;
 - ▶ soggetto alle oscillazioni prodotte dal mutare delle aspettative
 - ▶ La politica monetaria deve ridurre in modo tempestivo, soprattutto in periodi di "crisi", ampiezza e frequenza dei cicli economici, ma servono molte informazioni

In queste diapositive

- ▶ Gli atteggiamenti delle Banche Centrali nella conduzione della politica monetaria:
 - ▶ regole o discezionalità?
 - ▶ la scelta degli obiettivi finali
 - ▶ l'importanza della stabilità dei prezzi
 - ▶ la scelta delle variabili target per raggiungere gli obiettivi
 - ▶ monetary targeting
 - ▶ inflation targeting
 - ▶ regimi ibridi

L'obiettivo finale della stabilità dei prezzi

A partire dagli anni '70 l'obiettivo prioritario della politica monetaria è stato la stabilità del potere d'acquisto della moneta.

Evidenzieremo le conseguenze legate alla stabilità/instabilità dei prezzi distinguere tra situazioni di

- ▶ inflazione alta ed altissima
- ▶ inflazione moderata ma persistente
- ▶ deflazione
- ▶ prezzi altalenanti

Inflazione alta ed altissima

- ▶ Aumento dei costi per il prelievo di piccole somme e per lasciare investita la propria ricchezza in attività alternative (shoe-leather effect), o quelli derivanti dalla necessità di aggiornare i listini dei prezzi (menu costs), possono avere grandi effetti macroeconomici
- ▶ Distorsione di un sistema fiscale con imposizione progressiva, se gli scaglioni di imposta non sono indicizzati (fiscal drag)
- ▶ Riduzione della competitività delle imprese in economia aperta
- ▶ Perdita della funzione di riserva di valore e ritorno al baratto (in caso di iperinflazione)

Inflazione moderata ma persistente

In assenza di indicizzazione l'**inflazione** implica:

- ▶ perdita del potere d'acquisto dei percettori di redditi con compensi stabiliti a priori (redistribuzione occulta)
 - ▶ lavoratori (percettori di salari e stipendi)
 - ▶ unità in surplus (percettori di interessi): il tasso di interesse reale diminuisce:

$$r = i - \pi$$

- ▶ incentivo a non posticipare le spese in quanto in futuro i beni costeranno di più.

La deflazione

Gli effetti visti nella diapositiva precedente sono invertiti nel caso di **deflazione**.

Vale la pena evidenziare gli effetti negativi della deflazione:

- ▶ in economie molto indebitate la deflazione peggiora le condizioni dei debitori (r aumenta),
- ▶ con deflazione le spese tendono ad essere posticipate perché i beni in futuro costeranno di meno. La domanda aggregata tende a diminuire.

A seguito di questi due effetti, l'economia può entrare in una spirale viziosa.

Prezzi altalenanti

- ▶ indebolisce il ruolo informativo dei prezzi: aumenta l'incertezza dei soggetti e compromette l'efficienza allocativa dei processi di mercato:
 - ▶ difficoltà nel formulare richieste salariali e maggiore incertezza nel costo del lavoro;
 - ▶ difficoltà nel fissare il tasso di interesse e incertezza nel costo del capitale.
- ▶ In presenza di mercati di clientela, variazioni imprevedibili dei prezzi possono creare un clima sfavorevole per il mantenimento di relazioni di lungo termine basate sulla reciproca fiducia e sulla stabilità dei rapporti contrattuali tra venditori e acquirenti abituali

L'obiettivo della stabilità dei prezzi

- ▶ Al fine di ridurre al minimo i costi dovuti alle variazioni dei prezzi, in tempi recenti molti sistemi economici hanno affidato alle Banche Centrali l'obiettivo della **stabilità dei prezzi**.
- ▶ Le Banche centrali hanno cercato di raggiungere tale obiettivo utilizzando diversi regimi di politica monetaria. Tra questi studieremo in modo particolare
 - ▶ il monetary targeting,
 - ▶ l'inflation targeting.
- ▶ analizzeremo anche altri regimi di politica monetaria che si concentrano anche su altri obiettivi finali.

In queste diapositive

- ▶ Gli atteggiamenti delle Banche Centrali nella conduzione della politica monetaria:
 - ▶ regole o discezionalità?
 - ▶ la scelta degli obiettivi finali
 - ▶ l'importanza dell'inflazione
 - ▶ la scelta delle variabili target per raggiungere gli obiettivi
 - ▶ monetary targeting
 - ▶ inflation targeting
 - ▶ regimi ibridi

Monetary target

- ▶ Cercare di influenzare l'inflazione e l'attività economica attraverso il controllo di alcuni **aggregati monetari**
 - ▶ Anni '70 e prima metà '80: Stati Uniti, Canada, Germania, Gran Bretagna.
- ▶ Obiettivi:
 - ▶ obiettivi finali: inflazione e occupazione,
 - ▶ obiettivo intermedio: la quantità di moneta,
 - ▶ obiettivi operativi: tassi di policy e riserve bancarie.
- ▶ Presupposti:
 - ▶ esistenza di una **relazione stabile**, nel medio-lungo periodo, **tra moneta e livello dei prezzi** (stabilità della domanda di moneta,
 - ▶ controllabilità dello stock di moneta nel breve periodo con gli strumenti disponibili.

Monetary targeting

- ▶ La strategia ha **tre elementi principali**:
 - ▶ le scelte di policy fanno affidamento sulle informazioni trasmesse da uno o più **aggregati monetari**,
 - ▶ vengono **annunciati obiettivi** per questi aggregati,
 - ▶ si utilizza un meccanismo in grado di **impedire deviazioni** ampie e sistematiche della dinamica degli aggregati monetari rispetto agli obiettivi.
- ▶ Il monetary targeting **non** è risultato ovunque vantaggioso
 - ▶ molti Paesi hanno sperimentato cicli economici (alternarsi di fasi espansive e di contrazioni),
 - ▶ e spinte inflazionistiche.

Cause delle difficoltà

- ▶ **BC non sempre chiare** nella priorità assegnata agli obiettivi di crescita e di stabilità monetaria;
- ▶ non è sempre possibile perseguire simultaneamente i due obiettivi;
- ▶ caduta della **credibilità** dovuta alla scarsa chiarezza, e dunque scarsa efficacia, della politica anti-inflazionistica;
- ▶ **relazione instabile tra obiettivi intermedi e finali** (inflazione e output),
 - ▶ **innovazione finanziaria** (seconda metà '80) ha reso **erratica la velocità di circolazione della moneta (v)** e difficile la previsione della M compatibile con l'obiettivo di inflazione.

- ▶ pur conseguendo l'aggregato monetario desiderato, non è detto che si consegua il tasso di inflazione obiettivo.
- ▶ L'andamento dell'aggregato monetario
 - ▶ non segnala con accuratezza la politica monetaria,
 - ▶ non governa le aspettative,
 - ▶ non garantisce trasparenza e accountability.
- ▶ Implicazione: difficile spiegare al pubblico i mancati obiettivi.

L'inflation targeting

- ▶ BC si impegna esplicitamente a conseguire entro un certo intervallo di tempo un target di inflazione stabilito quantitativamente e annunciato pubblicamente
- ▶ regime adottato in: Nuova Zelanda, Australia, Canada, Regno Unito, Finlandia, Israele, Spagna Svezia.
- ▶ Richiede trasparenza e credibilità delle Autorità.
- ▶ Gli aggregati monetari sono semplici indicatori delle condizioni di mercato.
- ▶ Con l'inflation targeting la BC cerca di controllare direttamente il tasso d'inflazione,
- ▶ può essere implementato con regole o con interventi discezionali.

- ▶ possono essere previsti anche altri obiettivi finali,
- ▶ si possono prevedere bande obiettivo ampie e tempi lunghi per non influenzare la parte reale dell'economia,
- ▶ la strategia prevede di:
 - ▶ scegliere un indice dell'inflazione (di solito l'indice dei prezzi al consumo);
 - ▶ annunciare pubblicamente un obiettivo per questo indice (valore o banda);
 - ▶ stabilire l'orizzonte temporale per raggiungere l'obiettivo;
 - ▶ creare un assetto istituzionale capace di convincere il pubblico dell'intendimento di conseguire l'obiettivo: trasparenza e autonomia della BC (dal governo);
 - ▶ utilizzare un insieme informativo sulle decisioni di BC con tante variabili;
 - ▶ accentuare l'accountability, ossia l'attribuzione di responsabilità, di BC.

Principali vantaggi

- ▶ facile comprensione da parte del pubblico di: obiettivi, strategia adottata e atteggiamento (espansivo o restrittivo) della politica monetaria,
- ▶ maggiore trasparenza e accountability della Banca centrale;
- ▶ isolamento della Banca centrale dalle pressioni politiche;
- ▶ ancoraggio delle aspettative di inflazione, con effetti positivi su tassi a lungo termine, investimenti, mercati finanziari, fissazione di prezzi e salari.

Principali svantaggi

- ▶ ridotta flessibilità nel rispondere a sviluppi imprevisti;
- ▶ ridotta enfasi su altri importanti obiettivi finali;
- ▶ politiche sbagliate in presenza di stime errate del processo inflazionistico;
- ▶ scarsa trasparenza e accountability nel caso di molteplici obiettivi;
- ▶ ampie oscillazioni dell'output in presenza di shock dal lato dell'offerta.

Alcune domande

- ▶ Quale è stato il disegno operativo dell'inflation targeting?
 - ▶ Non sono state adottate regole fisse;
 - ▶ si sono considerate altre variabili oltre all'inflazione;
 - ▶ lunghi intervalli di tempo e larghe bande obiettivo per gestire shock avversi;
 - ▶ target di inflazione positivo basato sull'idea che anche la deflazione è un male.

- ▶ È riuscito a contenere tasso di inflazione e variabilità di prezzi e output?
 - ▶ Il tasso di inflazione è diminuito in modo significativo rispetto a quanto si sarebbe potuto prevedere;
 - ▶ non è riuscito a ridurre i costi della disinflazione in termini di output (in fasi di disinflazione è sotto il suo livello potenziale).
- ▶ Ha permesso di aumentare la trasparenza e l'accountability della BC?
 - ▶ Chi ha adottato tale regime è riuscito a comunicare meglio i propri obiettivi e strategie. Indipendenza e accountability della BC sono aumentate.

La Politica Monetaria nel mondo

- ▶ FED: l'unica cosa importante della politica monetaria è “farla” (“just do it”). FED ha il compito di assegnare i pesi (che non comunica pubblicamente) ai tre obiettivi finali che deve perseguire (crescita, occupazione e inflazione) e di modificarli in base alle circostanze. Mantenere la fiducia dei mercati a fronte di modificazioni, anche repentine, del proprio comportamento (es. inizio secolo: in 12 mesi si passa da una politica restrittiva a una espansiva per poi tornare a una restrittiva)

- ▶ BCE: approccio fondato sulla fissazione di un obiettivo prioritario di stabilità monetaria e sulla costruzione di un assetto volto, da un lato, a comprendere le cause delle tendenze inflattive e, dall'altro lato, a non far uso di regole automatiche che renderebbero poco efficaci gli interventi di politica monetaria.

- ▶ BOJ: difficoltà per lungo tempo a stimolare la crescita economica in presenza di un tasso di inflazione negativo.
tassi nominali nulli = tassi d'interesse reali positivi.

Regimi ibridi di politica monetaria

Le tre più grandi aree mondiali adottano regimi ibridi, preferendo mantenere una certa discrezionalità nella scelta degli obiettivi.

- ▶ Discrezionalità della FED favorita dalla **mancata specificazione di obiettivi** quantitativi esplicitamente dichiarati e da una **definizione poco stringente** della **crescita ottimale** (quella massima compatibile con la stabilità monetaria) e della **stabilità monetaria** (quel tasso di aumento dei prezzi del quale famiglie e imprese non tengono conto nel prendere le proprie decisioni quotidiane).

BCE

- ▶ Obiettivi meglio identificati:
 - ▶ Art. 105 del trattato di Maastricht: obiettivo prioritario è il mantenimento della stabilità dei prezzi.
 - ▶ Definizione dell'obiettivo lasciata a BCE (passato da un aumento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo, IAPC, inferiore al 2% in un orizzonte di medio termine – a quello del 2003, livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo).
- ▶ BCE dichiara le variabili considerate per decidere come muovere gli strumenti, **ma insieme talmente ampio** da lasciare un notevole margine di manovra alla condotta della politica monetaria.

BCE

- ▶ Strategia non basata su obiettivi intermedi, ma su “valori di riferimento”.
- ▶ Non risponde in modo automatico alle deviazioni da valori target:
 - ▶ la domanda di moneta può essere instabile nel breve periodo e la moneta può non avere “ruolo preminente” nella dinamica inflazionistica di breve periodo.
- ▶ La complessità dell’economia rende difficilmente prevedibile il comportamento futuro della BCE: difficoltà di capire la natura degli shock (transitorio o persistente) e di interpretare le aspettative del settore privato.
- ▶ Nonostante la scarsa chiarezza e trasparenza la BCE è riuscita a conseguire uno stringente obiettivo di inflazione.

Difficoltà nella Politica monetaria

- ▶ Politica restrittiva troppo anticipata rischia di interrompere il rafforzamento produttivo;
- ▶ troppo ritardata rischia pressioni inflazionistiche acute.

Esempio 1. Giappone fine anni '80:

- ▶ crescita della produttività, aumenti dei prezzi delle attività patrimoniali e bassa inflazione;
- ▶ imprese e famiglie accumulano debiti a lungo termine.
- ▶ Manovra restrittiva in ritardo:
 - ▶ eccessivo accumulo di capitale e forte esposizione delle banche.

- ▶ Deflazione ha indotto distorsioni nei prezzi relativi.
 - ▶ Rigidità dei salari nominali + caduta dei prezzi aumenta il salario reale, accentua disoccupazione e impedisce ripresa del reddito.
 - ▶ Aumento in termini reali del servizio del debito contrae la domanda da parte dei mutuatari.
 - ▶ Difficoltà per rinnovo dei prestiti, fallimenti e peggioramento attivo degli intermediari: si prolunga il processo di deflazione.

- ▶ Una politica monetaria espansiva persistente
 - ▶ fa abbassare il tasso di interesse fino alla soglia zero
 - ▶ poi non è più efficace (trappola della liquidità)
 - ▶ se c'è anche deflazione, il tasso di interesse reale rimane positivo, peggiorando la situazione dei soggetti indebitati.

Esempio 2. FED negli anni '90.

- ▶ Alta produttività e moderata pressione inflazionistica
- ▶ FED mantiene condizioni monetarie espansive,
- ▶ Politica restrittiva quando il ritmo di crescita era ormai divenuto insostenibile.
- ▶ Una politica monetaria tardiva può generare una acuta deflazione.

Esempio 3. FED post 11 settembre 2001.

- ▶ Politica monetaria cambiata due volte in un arco di tempo molto breve:
 - ▶ tasso sui federal funds dal 6,5% al 2% dalla fine del 2000 alla fine del 2001, per arrivare all'1% a metà del 2003,
 - ▶ successivo aumento da questo valore a oltre il 5% dalla metà del 2004 alla metà del 2006.
- ▶ A seguito di questo comportamento è **umentata la richiesta di trasparenza** della Banca centrale. Questo stabilizza l'economia riducendo l'incertezza degli operatori economici sulla direzione della politica monetaria.

Riassumendo

- ▶ Bisogna capire la natura degli shock
- ▶ avere un modello accurato che descriva il sistema economico.
- ▶ La condotta delle principali Banche centrali sembra però dimostrare che questo modello non è generalmente noto:
 - ▶ c'è incertezza sul funzionamento dell'economia e sugli indicatori che la descrivono,
 - ▶ l'economia è continuamente colpita da shock di domanda e di offerta che
 - ▶ non possono essere previsti,
 - ▶ è difficile distinguere se sono transitori o permanenti.

- ▶ L'esplicita adozione di **regole e la pubblica dichiarazione degli obiettivi** potrebbe avere un **effetto destabilizzante in sistemi economici evolutivi e colpiti da shock** rendendo più difficile la formazione delle aspettative e ridurre la credibilità della Banca centrale.
- ▶ La capacità delle Banche centrali di mantenere la fiducia dei mercati, e la capacità di governarli, di fronte agli shock recenti dimostra che:
 - ▶ la credibilità ha poco a che fare con le regole e molto con l'autorevolezza del banchiere centrale e con la percezione del mercato sulla sua conoscenza dell' "arte oscura" della politica monetaria.