

# Politica Economica dell'Unione Europea



Michele Sabatino  
([michele.sabatino@unibas.it](mailto:michele.sabatino@unibas.it))  
A.A. 2021/2022  
UniBas

# L'indipendenza delle Banche centrali

- A partire dagli anni '80 le banche centrali hanno acquisito un ruolo cruciale nella formulazione delle politiche economiche → '*central bank dominance*'
- Questo ruolo cruciale si esplicita attraverso una progressiva indipendenza delle BC dal potere politico (i.e. dai governi)
- Separazione conseguenza di diversi orizzonti tra governo e BC → governo predilige obiettivi di breve termine (reddito e occupazione), BC ha obiettivi più a lungo termine (stabilità dei prezzi)

# Tre tipi di indipendenza

1. Indipendenza **politica** → procedure per nomina di governatore e consiglio di amministrazione e regole associate ad amministrazione sono prese in autonomia rispetto a governo
2. Indipendenza nella scelta e nel perseguimento degli **obiettivi** → tipicamente la stabilità monetaria (ad es. in statuto della BC) ed eventualmente il perseguimento di obiettivi reali (reddito, sostegno a risparmi e investimenti, etc.)
3. Indipendenza nella scelta degli **strumenti** → agli strumenti tipici di politica monetaria (orientamento dei tassi di interesse e liquidità) si sono aggiunti nel tempo nuovi strumenti diversificati

# Posizioni teoriche sull'indipendenza delle BC

- Friedman (1962) propone un 'costituzionalismo monetario' → stretto **controllo** sulla banca centrale da parte del Parlamento o attraverso il rispetto delle regole monetarie per minimizzare i comportamenti discrezionali (e intervento dei governi)
- Approccio 'keynesiano' preferisce un orientamento di politica monetaria volto alla minimizzazione del servizio del debito per il Tesoro → politiche devono essere **coordinate**
- Approccio della NMC → autonomia della BC è richiesta non solo per stabilità dei prezzi, ma anche per facilitare riequilibrio di **finanza pubblica**

# BC e credibilità

- In generale si ritiene che l'autonomia delle BC sia necessaria per garantire **credibilità** a una politica monetaria anti-inflazionistica → funzione di indirizzo delle aspettative
- In quest'ottica funzione obiettivo delle BC può essere più simile a quelle dei privati rispetto a quelle dei governi → diversi livelli desiderati di obiettivi finali (ad es. disoccupazione, reddito)
- Avendo un solo obiettivo e una molteplicità di strumenti, le BC possono diventare «un'agenzia specializzata»
- Contraltare dell'autonomia deve essere **accountability** → BC deve rispondere delle sue azioni di fronte al potere politico

# Evidenza empirica

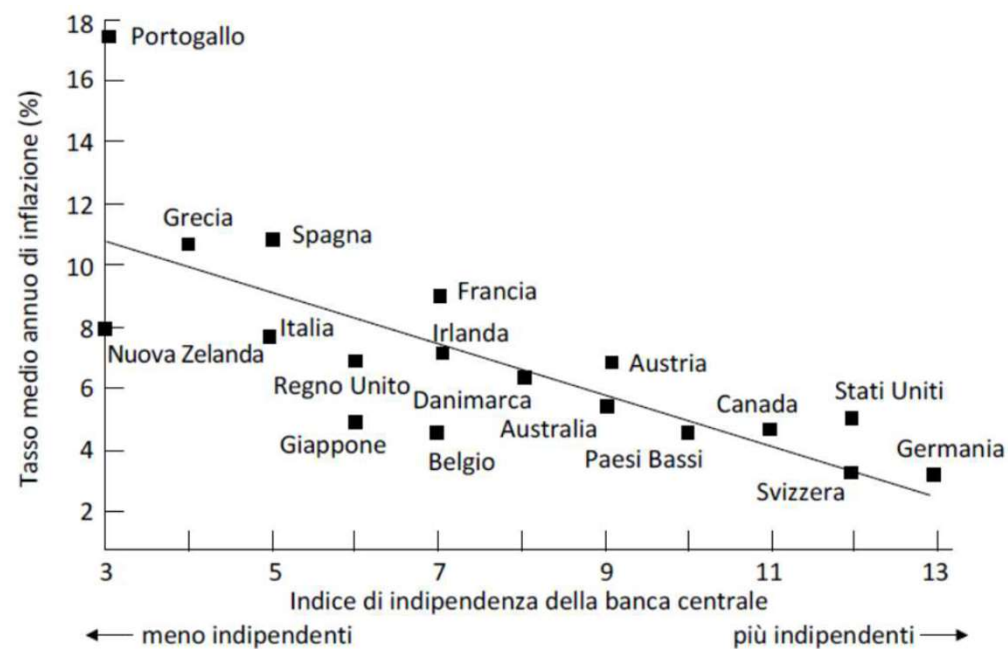
- L'indipendenza economica delle BC nella scelta degli strumenti è quasi completamente acquisita
- Non c'è la stessa omogeneità per quanto riguarda l'indipendenza **politica**
- Tradizionalmente le BC più indipendenti erano la Federal Reserve (USA), la Bundesbank (Germania), e la Banca Centrale Svizzera
- Caso peculiare è quello **inglese** → nel corso degli anni '90 si è accresciuta l'autonomia della Banca d'Inghilterra, caratterizzata da indipendenza politica e nella scelta degli strumenti, ma obiettivi sono determinati congiuntamente con il governo

# La Banca d'Italia

- Fino agli anni '80 la **Banca d'Italia** non era affatto indipendente
- Aveva la prassi di acquistare i titoli pubblici rimasti invenduti alle aste → forma indiretta di finanziamento monetario dei disavanzi pubblici
- Il c.d. 'divorzio' tra Banca d'Italia e Tesoro avviene nel 1981 → l'idea (di Ciampi e Andreatta) era di indurre i governi a contenere gli squilibri di finanza pubblica
- Nel 1992-93 autonomia diventa completa con la piena responsabilità della **manovra del tasso ufficiale di sconto** → Trattato di Maastricht impone ai paesi che vogliono partecipare a UME il requisito di BC indipendenti (nonché divieto di finanziamenti monetari)

# Evidenze empiriche sull'autonomia

- Esiste una relazione tra indipendenza e *performance* macroeconomica?
- Sembra esistere una relazione tra indipendenza e bassa inflazione, ma non con variabili reali (teoria prevede effetti positivi e negativi)
- Relazione regge indipendentemente dal livello di disavanzo e debito, e da regimi politici-istituzionali



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'impatto della crisi sulle BC

- A seguito della Grande Recessione e la crisi dei debiti sovrani, gli obiettivi e i confini delle BC si sono espansi
- Confini **funzionali** → ulteriore obiettivo è diventato **stabilità finanziaria**, ci si interroga su BC come prestatore di ultima istanza
- Confini **operativi** → al controllo dell'offerta di moneta (*liquidity management*) si sono associati altri strumenti
- Confini **dimensionali** → l'ampliamento delle operazioni ha comportato un incremento dei **bilanci** delle BC
- Confini **geografici** → il contesto di azione delle BC si è fatto **globale** e i rischi sistemici, ciononostante il coordinamento delle politiche monetarie è tuttora difficile

# BC e conservatorismo

- Secondo Rogoff (1985) esistono due tipi di conservatorismo → BC possono essere:
  - I. Weight conservative* se attribuiscono un peso maggiore alla inflazione rispetto al reddito → sono disposte a rinunciare a qualche grado di stabilità dei prezzi;
  - II. Target conservative* quando preferiscono perseguire l'equilibrio naturale di lungo periodo (tasso di disoccupazione naturale) e un livello di inflazione potenzialmente pari a zero;
- Secondo Rogoff BC più conservatrici rispetto alle preferenze della collettività garantiscono una maggiore stabilità dei prezzi

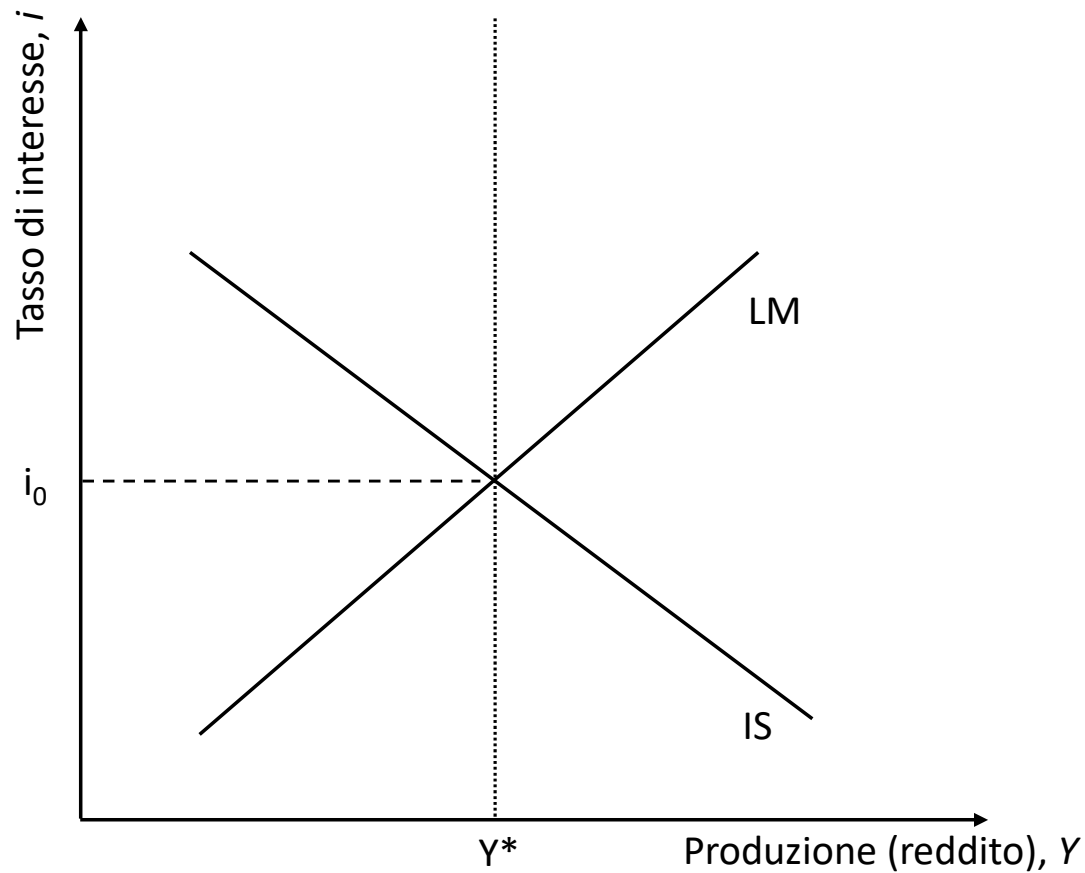
# Conservatorismo e shock

- Con una BC estremamente conservatrice il costo in termini di maggiore disoccupazione sarebbe più elevato in caso di shock negativo → trade-off tra stabilizzazione e credibilità
- Problema potrebbe essere risolto se BC è '**superconservatrice**' → non avendo alcun incentivo a deviare eliminerebbe del tutto le distorsioni inflazionistiche.
- Il rischio è che un incremento del tasso di disoccupazione venga costantemente identificato con il tasso naturale

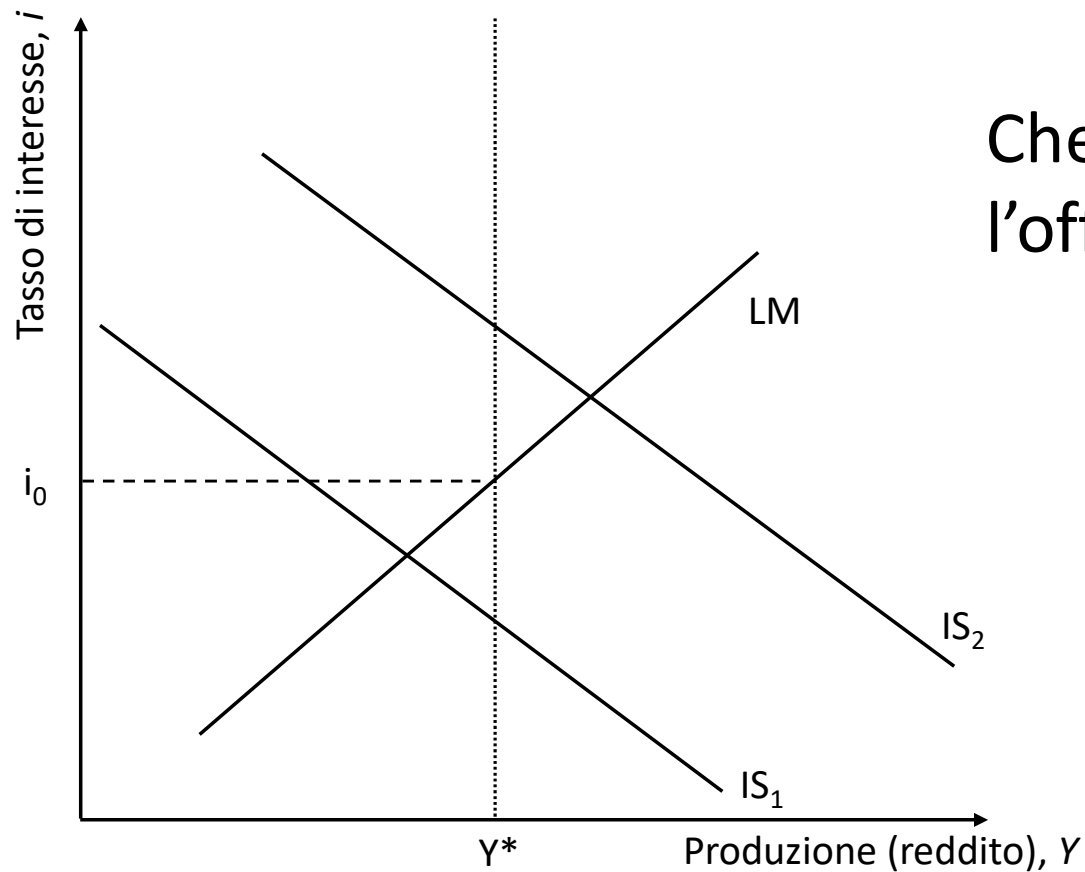
# Politica monetaria e obiettivi intermedi

- L'obiettivo intermedio è quella variabile che si pone a metà strada tra strumento e obiettivo finale
- Tradizionalmente il dibattito verteva intorno alla scelta tra controllo dello stock di moneta e stabilizzazione dei tassi di interesse
- Secondo il **teorema di Poole** (1970) la scelta finale deve dipendere dall'incertezza, che può riferirsi al mercato dei beni (IS) oppure al mercato della moneta (LM)

# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)

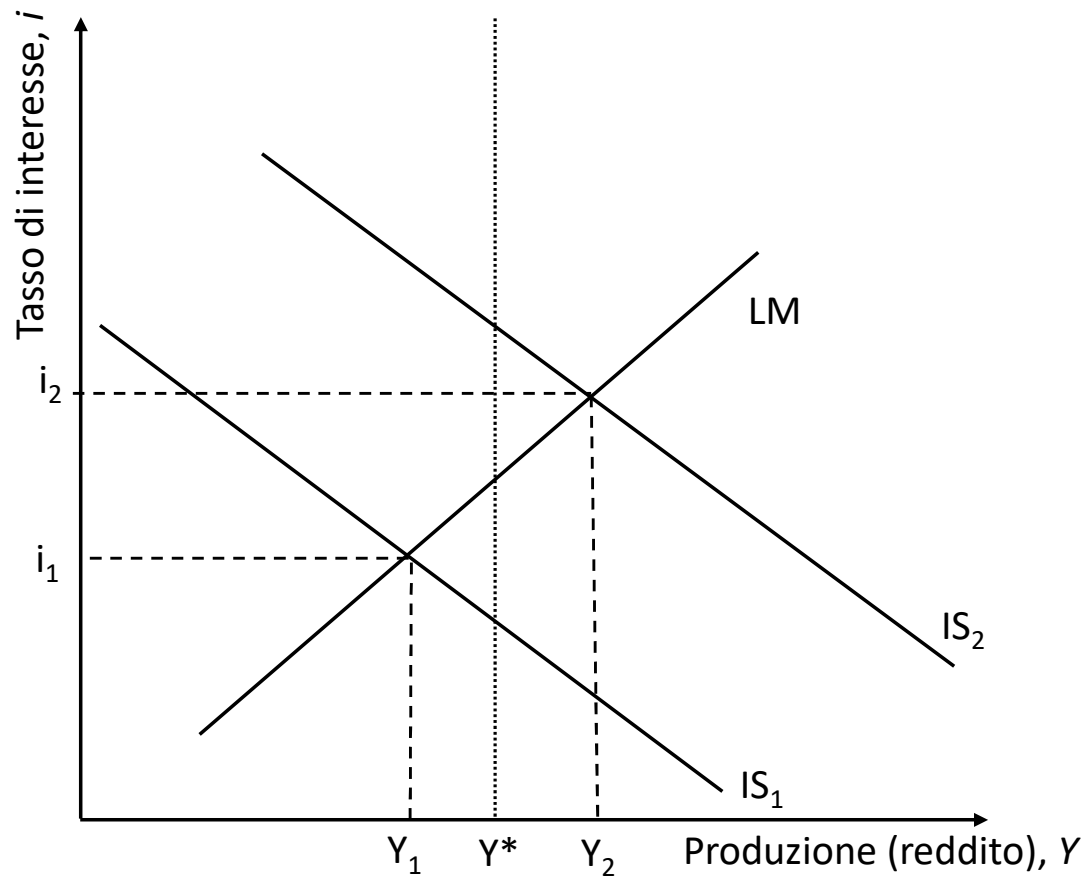


# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)

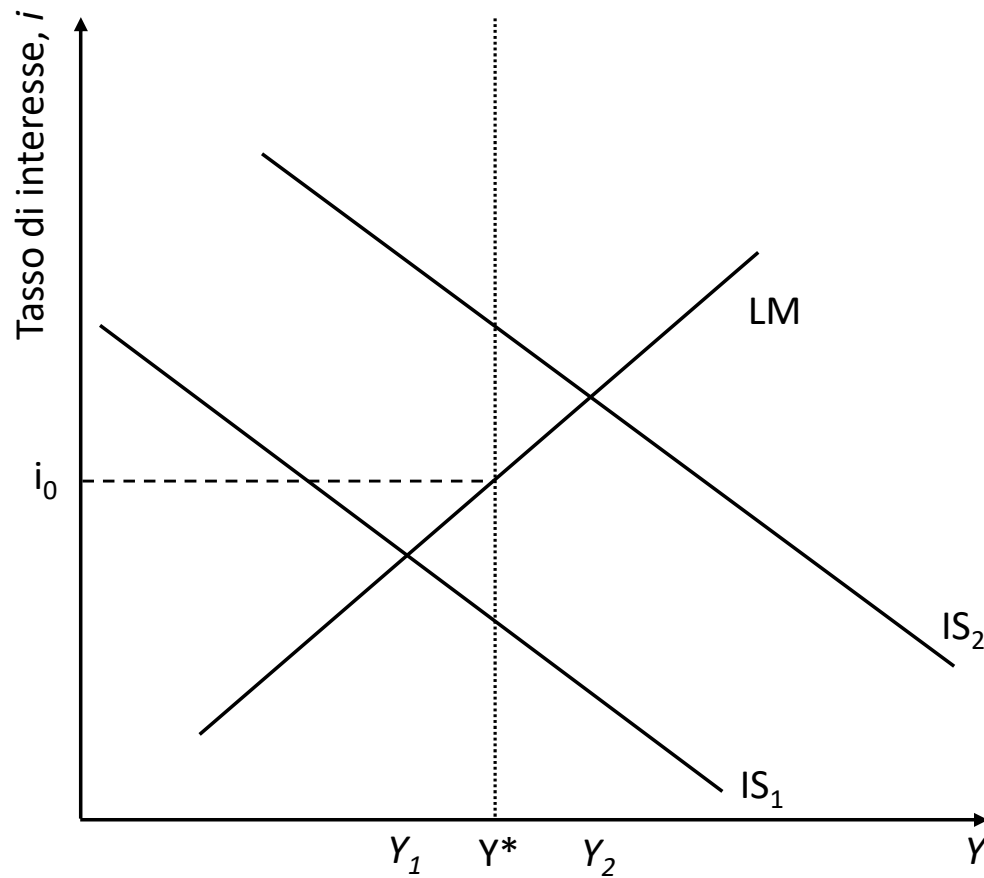


Che succede fissando  
l'offerta di moneta?

# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)



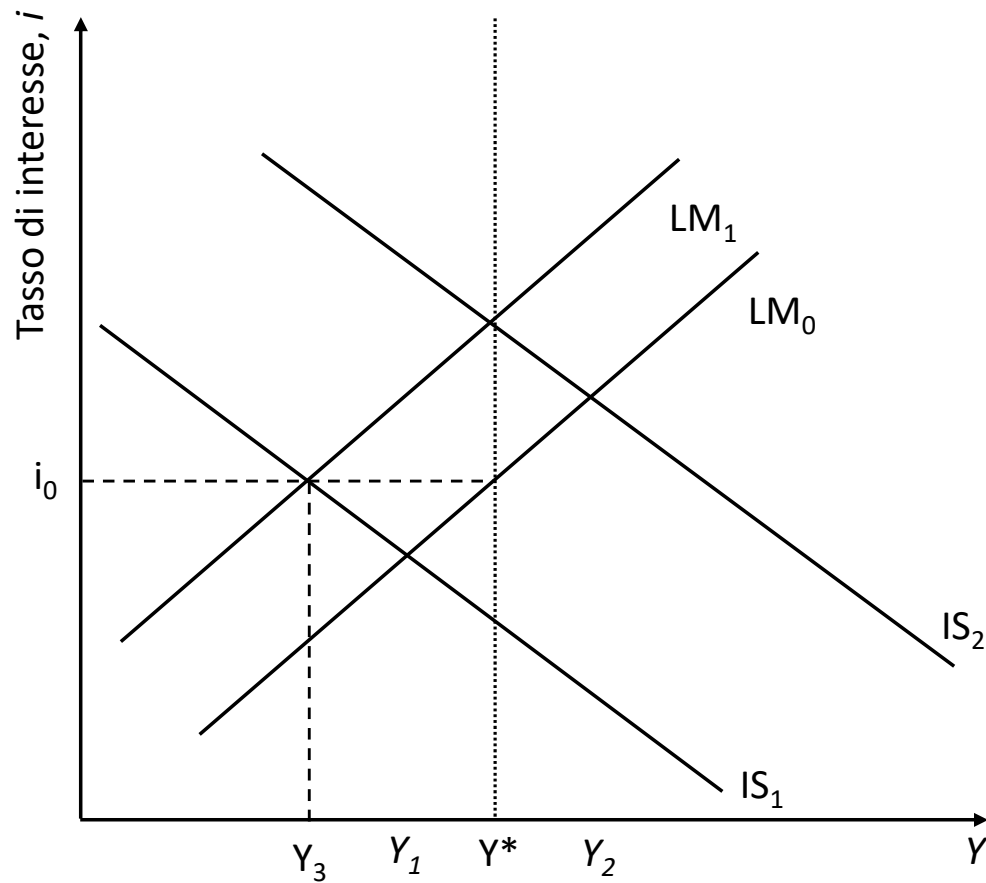
# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)



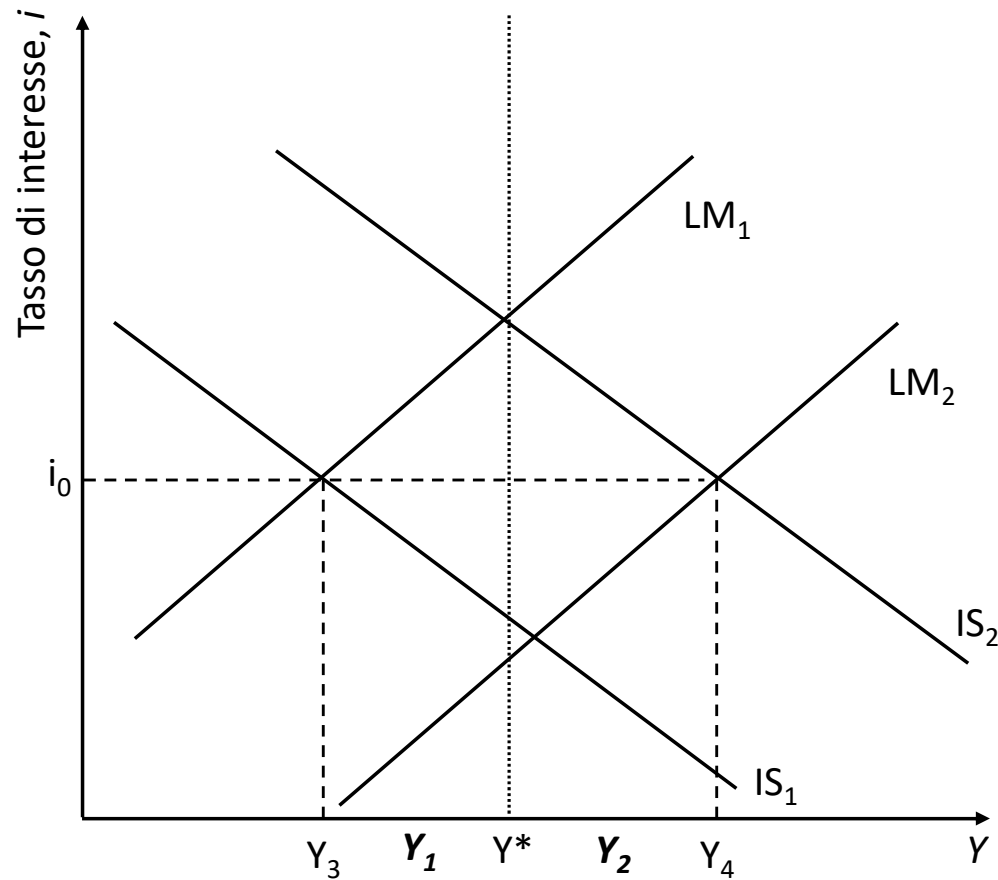
Che succede  
fissando il tasso di  
interesse?



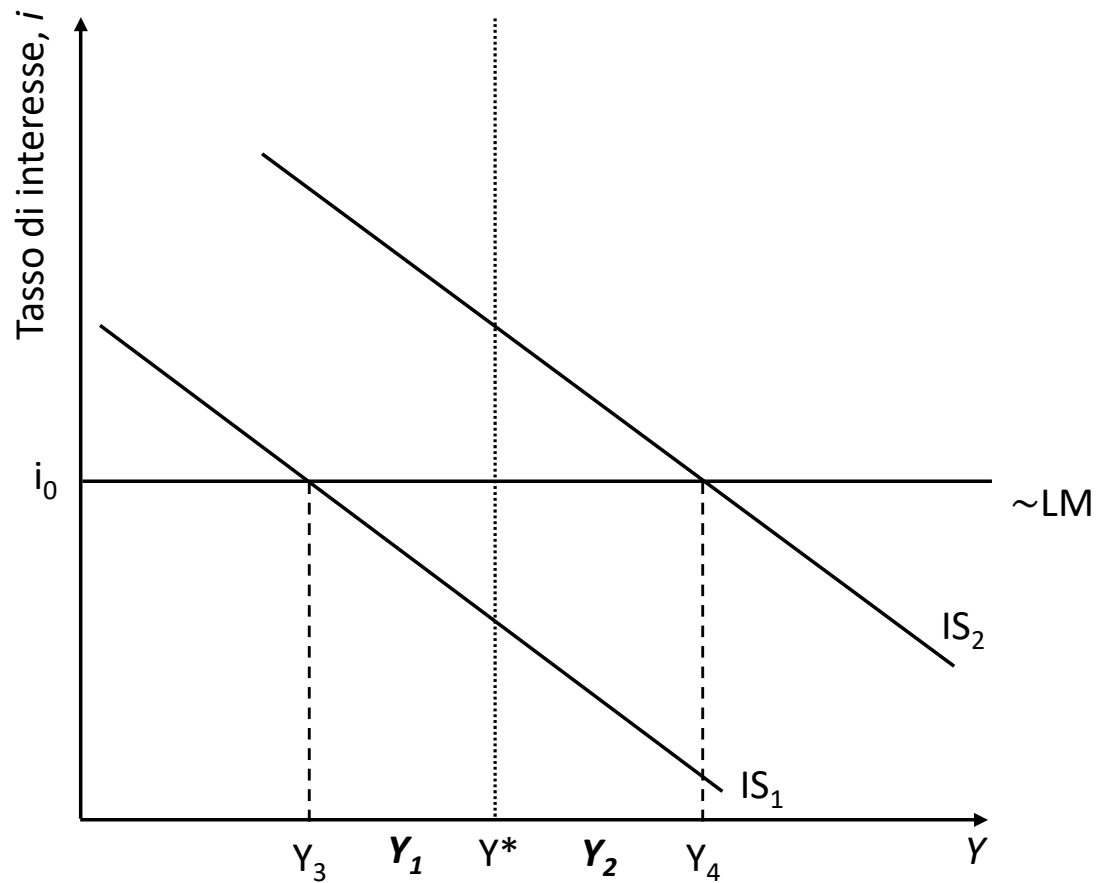
# Politica monetaria e obiettivi intermediari – instabilità del mercato dei beni (IS)



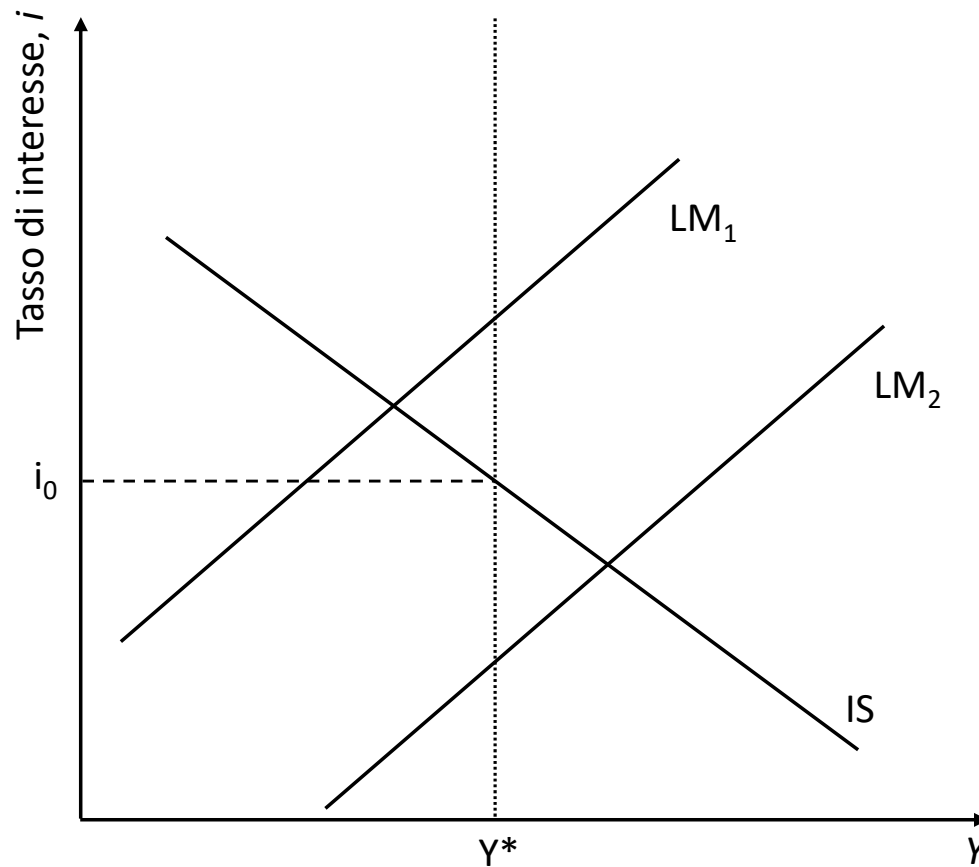
# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)



# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato dei beni (IS)

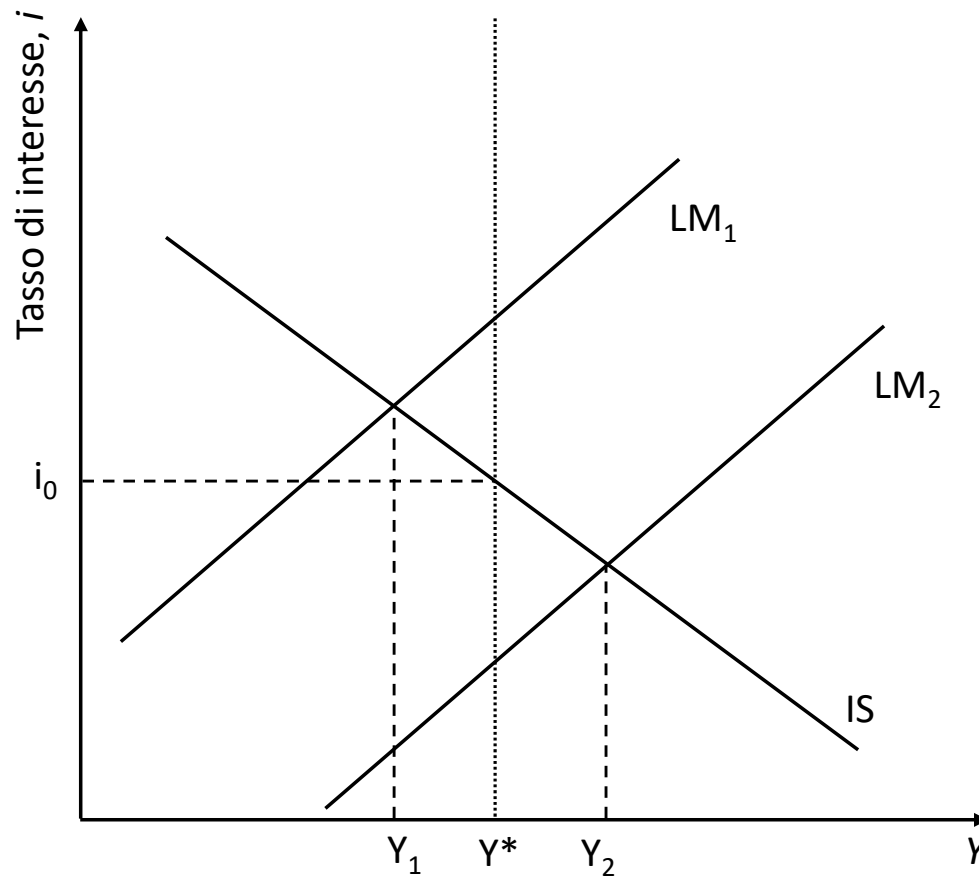


# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato della moneta (LM)



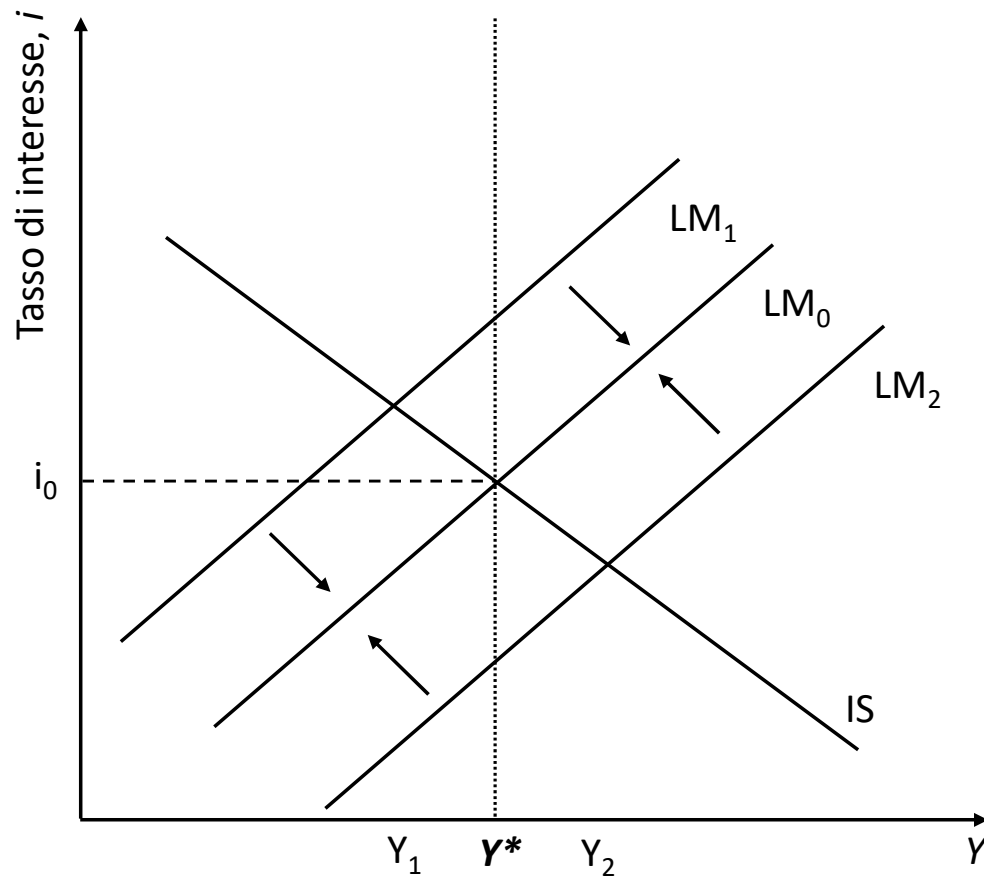
Che succede  
fissando l'offerta di  
moneta?

# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato della moneta (LM)

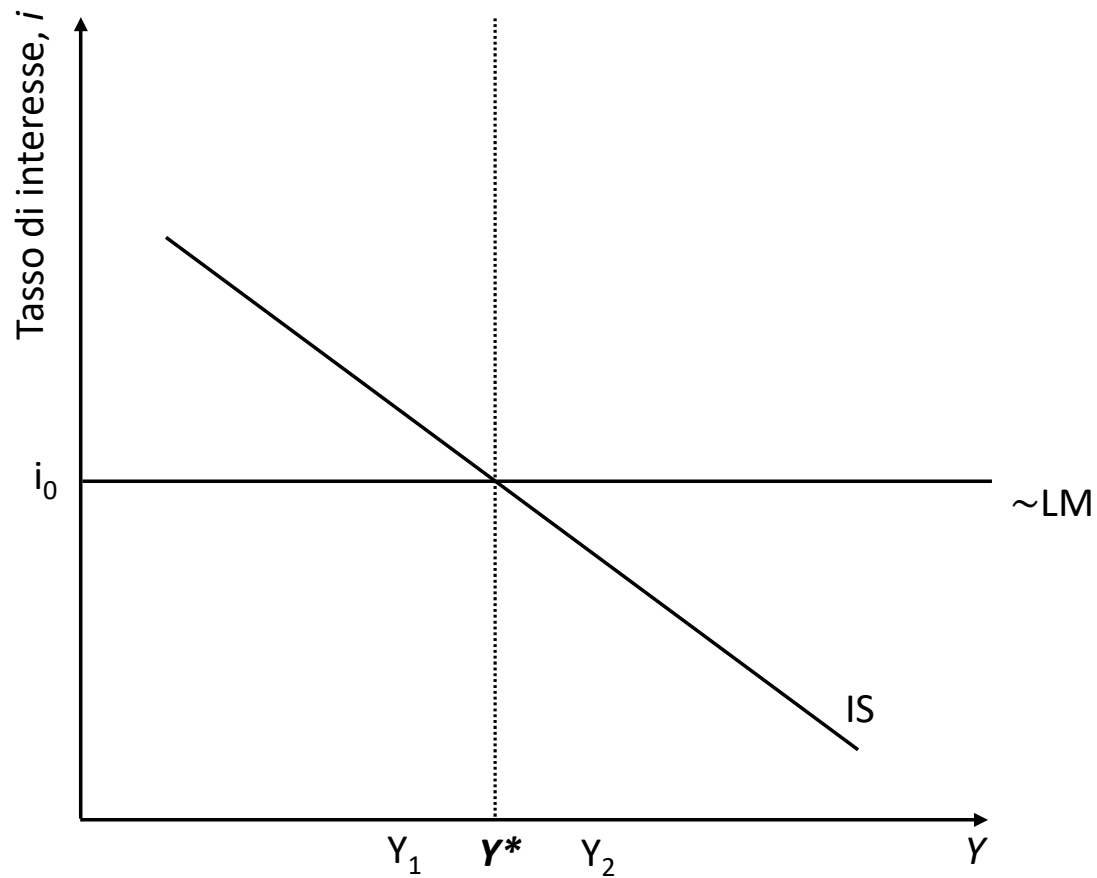


Che succede  
fissando il tasso di  
interesse?

# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato della moneta (LM)



# Politica monetaria e obiettivi intermedi – instabilità del mercato della moneta (LM)



# Teorema di Poole

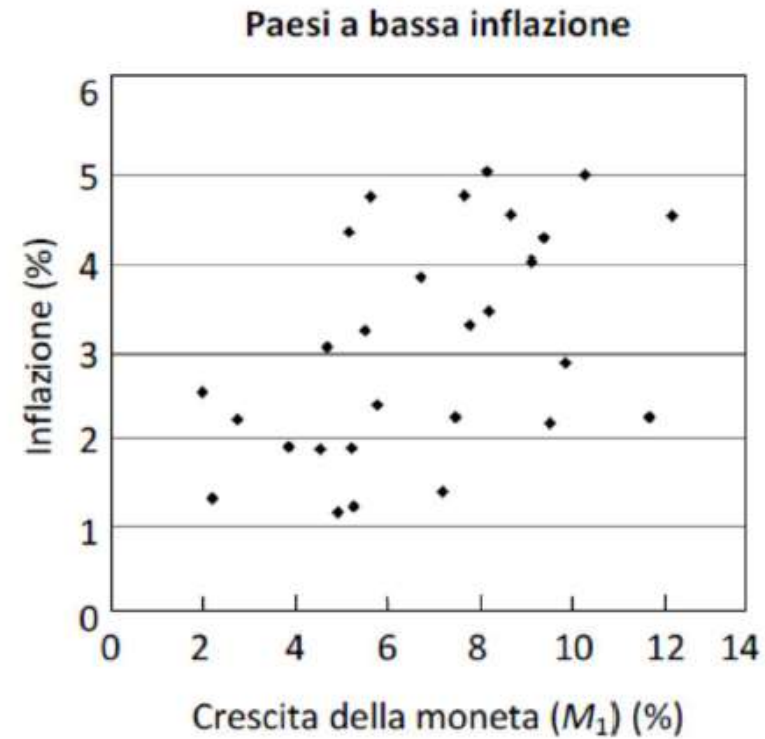
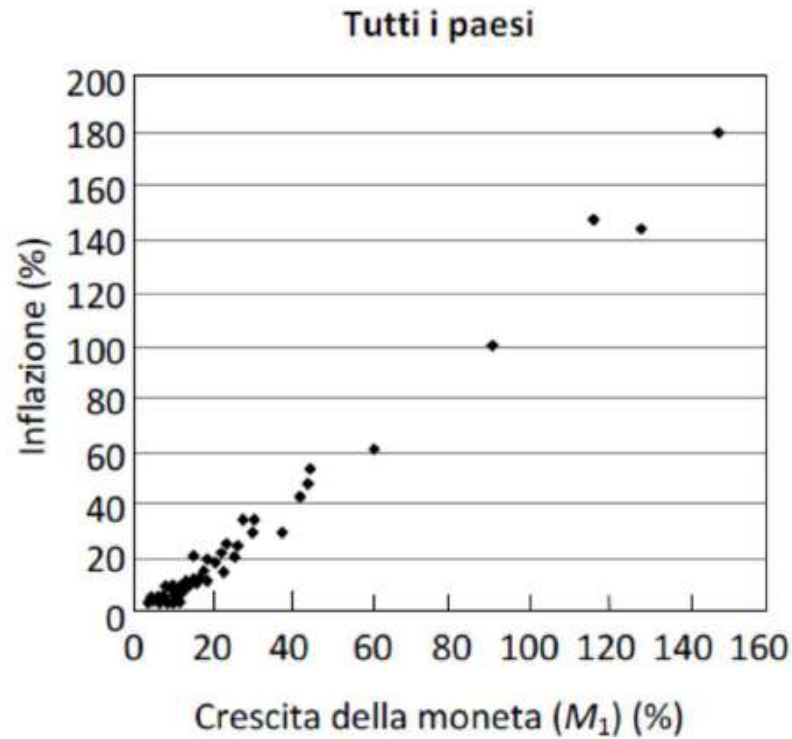
- In definitiva:
- Se **l'instabilità** riguarda il **mercato dei beni**, è meglio un obiettivo intermedio in termini di **offerta di moneta costante**
- Se invece **l'instabilità** è prevalente nei **mercati finanziari**, è preferibile una politica di stabilizzazione dei **tassi di interesse**
- Nel tempo si sono aggiunti altri obiettivi intermedi, quali il controllo del credito totale interno o del tasso di cambio
- Negli ultimi due decenni le strategie di politica monetaria perseguite sono:
  - Controllo dello stock di moneta o *monetary targeting*
  - *Inflation targeting* (in cui il tasso di inflazione diventa anche obiettivo intermedio)



# *Monetary targeting*

- Discende dall'analisi **monetarista** e in particolare dal lavoro di Friedman → «L'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario»
- Si basa **sull'annuncio** e il perseguimento di un tasso di crescita dello stock di moneta ogni anno all'interno di un '**sentiero**' e si attuano correzioni in caso di scostamenti → tentativo di influenzare le **aspettative**
- Approccio seguito dalla Bundesbank che può essere ottimale se la funzione di domanda di moneta è stabile → solo BC con grande reputazione anti-inflazionistica

# Relazione tra crescita monetaria e inflazione



# Relazione tra crescita monetaria e inflazione

- La crescita monetaria rappresenta la **determinante di fondo** dell'inflazione → significativa nel lungo periodo
- Nel breve periodo altre determinanti divengono più rilevanti, soprattutto in contesti di inflazione relativamente bassa
- Gli **studi empirici** mostrano che il legame tra moneta e inflazione è robusto se si considerano analisi *time-series* di lungo periodo o anche *cross-section* con molti paesi; se però si esaminano paesi avanzati con bassa inflazione la relazione pare scomparire.

# Moneta, inflazione e signoraggio

- In molte situazioni la crescita monetaria dipende dalla necessità di finanziamento dei disavanzi pubblici
- Il signoraggio è costituito dai proventi reali derivanti dall'emissione di moneta  $\Delta M/P \rightarrow$  determina una specie di prelievo sui saldi monetari reali (spesso denominata tassa o imposta da inflazione)

$$T_{\pi} = \pi(M/P) = g_m(M/P) = \Delta M/M (M/P) = \Delta M/P$$

- Dato che nel lungo periodo vale l'uguaglianza  $\pi = g_m$
- Immaginiamo che lo Stato per finanziare la spesa pubblica stampi moneta aumentandone lo stock del 10% invece di introdurre imposte

# Signoraggio

- L'immissione di moneta aggiuntiva comporterà un aumento dei prezzi (ad es. del 10%) → i redditi reali subiranno una decurtazione del tutto analoga a quella di un'imposta esplicita
- In una visione dinamica nelle prime fasi la BC può incamerare un elevato signoraggio in quanto i saldi monetari reali restano grossomodo costanti a causa dei ritardi nella relazione:

$$\uparrow g_m \rightarrow \uparrow \pi \rightarrow \uparrow \pi_e \rightarrow \downarrow (M/P)$$

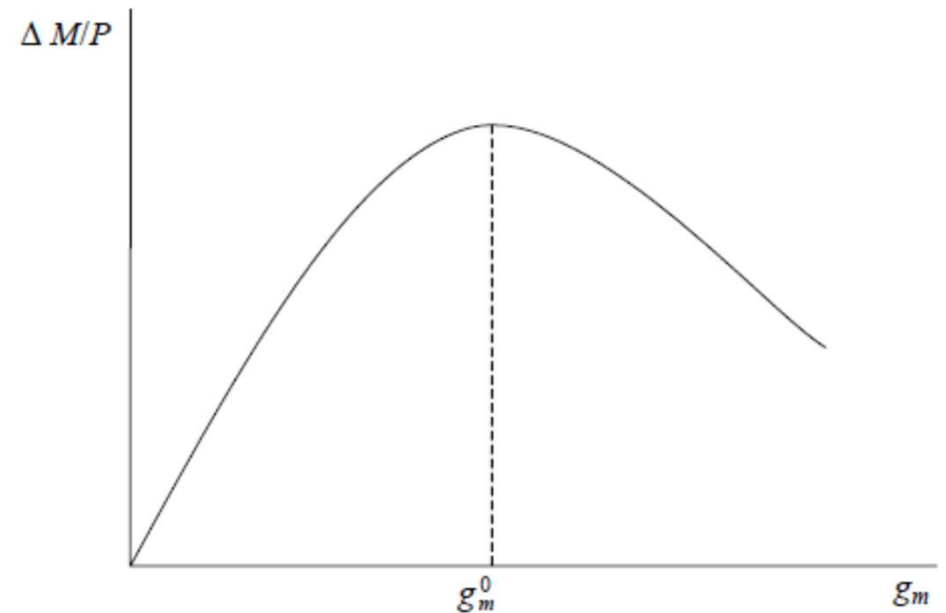
- L'inflazione comincerà a salire dopo un po' che è accelerata la crescita monetaria

# Signoraggio

- I prezzi inizieranno a crescere solo quando saranno spinti verso l'alto dalle componenti della domanda aggregata (ad es. maggiori consumi per maggiore disponibilità monetaria)
- L'aggiustamento delle aspettative sarà ancora più lento
- Infine il costo di detenere moneta crescerà a causa dell'inflazione e inizierà la riduzione delle scorte monetarie → entità del signoraggio inizierà a decrescere
- Nel lungo andare, per ottenere un dato signoraggio il governo sarà costretto ad aumentare di continuo  $g_m$  e quindi  $\pi$ . Le iperinflazione sono caratterizzate all'inizio dall'accelerazione nella crescita monetaria.

# Signoraggio e crescita monetaria

- L'andamento del signoraggio rispetto alla crescita monetaria è prima crescente
- Dopo un punto di massimo comincia a decrescere per effetto della riduzione dei saldi monetari reali
- In taluni casi di iperinflazione il signoraggio ha superato anche il 10% del PIL



# *Inflation targeting*

- Muove dalla constatazione che i dati sull'offerta di moneta e quindi sul suo controllo sono indicatori inaffidabili dell'inflazione futura → soprattutto in situazioni di bassa inflazione e continue innovazioni finanziarie (shock frequenti su domanda di moneta)
- Il valore stimato dell'inflazione attesa prende il posto dello stock di moneta come obiettivo intermedio
- Si annuncia un tasso di inflazione obiettivo e la banca centrale deve rendere conto delle deviazioni dal 'sentiero'
- BCE adotta una politica c.d. dei due pilastri (*inflation e monetary targeting* a seconda del periodo di riferimento)



# Strumenti di politica monetaria

I tre strumenti classici della politica monetaria discendono dal moltiplicatore della moneta:

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

Dove  $M$  è l'offerta di moneta,  $H$  la base monetaria,  $\rho$  il rapporto riserve/depositi,  $c$  la proporzione della domanda di moneta tenuta come circolante.

# Strumenti di politica monetaria

- 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  $\rho$  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  $\rho$  (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 di interesse

- **Strumento** tipico delle BC e la fissazione del **tasso di riferimento** (tasso ufficiale o tasso di sconto):
  - 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**, che 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, necessita 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); e pure incluso il **prodotto potenziale  $y^*$**

# La regola di Taylor

$$i_t^\wedge = i_0 + a (\pi_t - \pi_t^\wedge) + b (y_t - y^*)$$

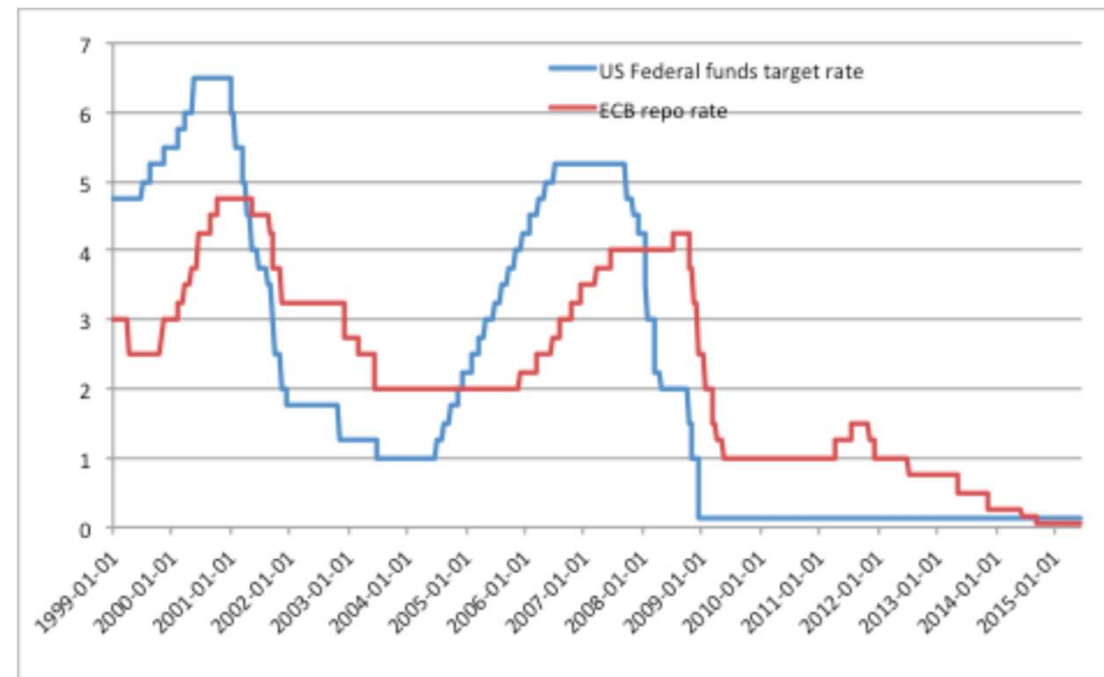
- $i_t^\wedge$  è il **tasso d'interesse nominale a breve**, fissato dalla BC,  $i_0$  è il tasso d'interesse nominale **obiettivo**, che può essere scomposto nella somma del tasso d'interesse reale naturale ( $r_n$ ) più il tasso d'inflazione obiettivo ( $\pi_t^\wedge$ )
- $(\pi_t - \pi_t^\wedge)$  sono le deviazioni del tasso d'**inflazione** ( $\pi_t$ ) dal suo target ( $\pi_t^\wedge$ )
- $(y_t - y^*)$  è l'**output gap**, ossia la differenza tra l'output effettivo ( $y_t$ ) e quello potenziale ( $y^*$ )
- Per cui in situazioni di inflazione elevata e/o l'economia in espansione le BC tenderanno ad aumentare il tasso di interesse, e viceversa in caso di bassa inflazione e/o economia in recessione
- 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**.

# BCE e politica monetaria

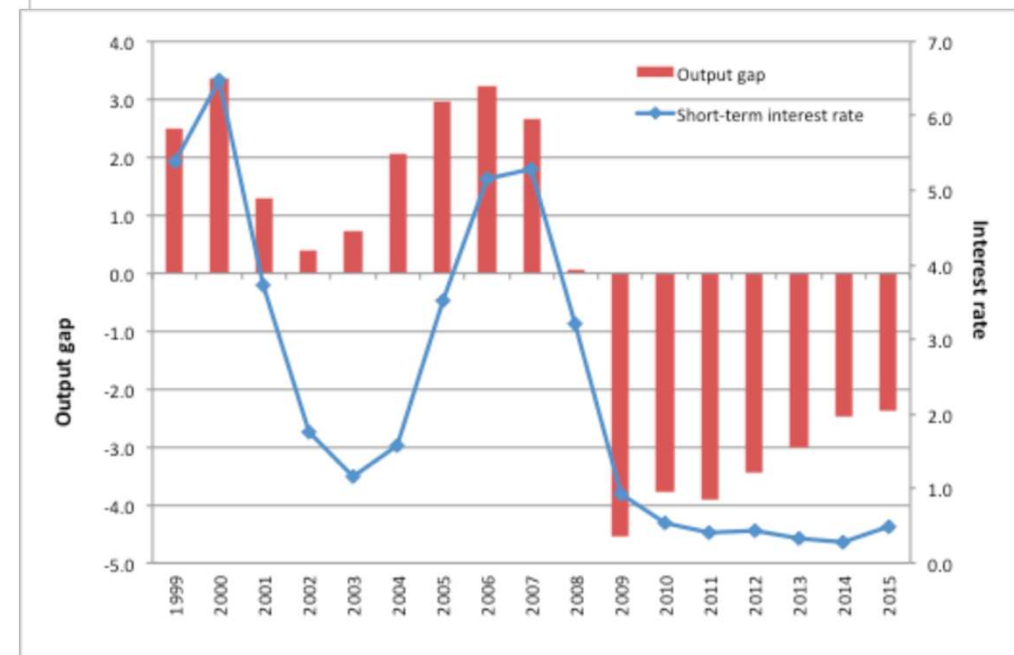
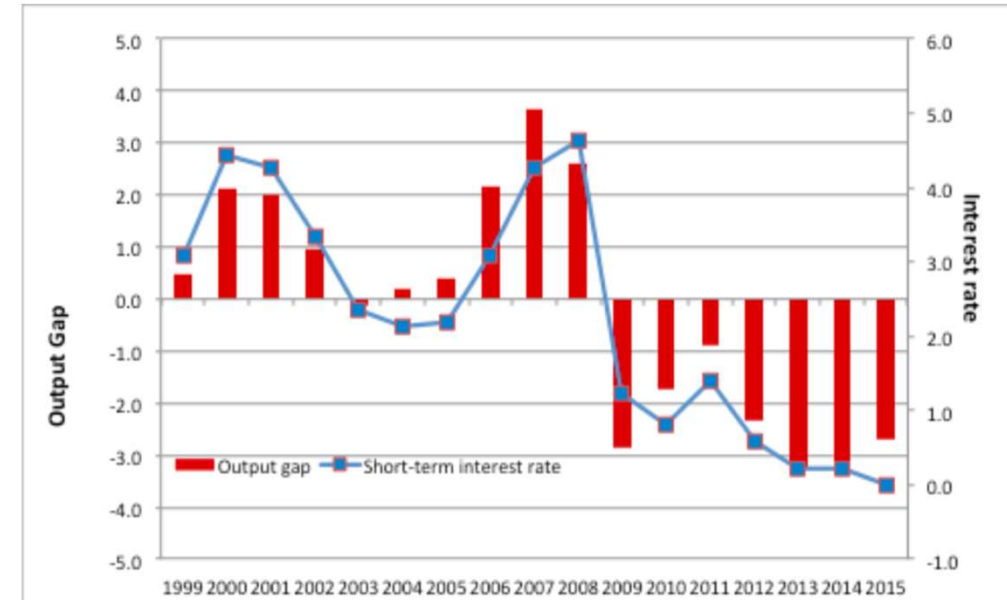
- Inizialmente la BCE si considerava *target conservative* con obiettivo di inflazione al 2% → BCE ritiene che il miglior modo di affrontare i problemi dell'economia reale sono le riforme strutturali
- L'atteggiamento è in parte cambiato con le crisi e la presidenza Draghi → maggiore attenzione ai problemi dell'economia reale
- De Grauwe (2008) propone un paragone tra il grado di conservatorismo della BCE e della FED.

# Le reazioni di FED e BCE alla crisi

- La BCE sembra avere una reazione tardiva e non della stessa portata della FED
- Incrementi dei tassi di interesse nel 2008 e nel 2011 ampiamente criticati



- In realtà la BCE (pannello superiore) reagisce anche alle variazioni dell'output gap → include nelle sue valutazioni anche economia reale
- Fed (pannello inferiore) reagisce con più forza alle difficoltà dell'economia reale



# BCE e conservatorismo

- In definitiva la BCE appare più conservatrice della Fed ma non ha un atteggiamento 'superconservatore' → associa maggiore importanza alla stabilità dei prezzi ed è più cauta nel reagire ai movimenti del ciclo economico
- Questo non vuol dire necessariamente che la Fed abbia seguito delle politiche 'migliori' → c'è un certo consenso su una valutazione negativa delle politiche espansive della Fed nei primi anni 2000
- Politiche espansive hanno innescato un boom nel mercato immobiliare americano che ha portato alla bolla speculativa del 2007