

# Lezioni di economia monetaria e creditizia

## La politica monetaria

Fabrizio Mattesini

Università di Roma "Tor Vergata"

March 29, 2016

- Obiettivi finali
- Obiettivi intermedi
- Strumenti

# Obiettivi finali della politica monetaria

- Fino agli anni '70: la maggioranza degli economisti e dei banchieri centrali riteneva che lo scopo principale della politica monetaria fosse quello di mantenere il sistema economico al livello di piena occupazione
- Le politiche accomodanti delle banche centrali negli anni '70, insieme agli shock petroliferi portano alla "great inflation".
- Monetarismo
- Critica di Lucas e aspettative razionali
- Non è chiaro se la politica monetaria possa moderare significativamente le fluttuazioni cicliche nel breve periodo
- Anni 80 e 90: la politica monetaria viene orientata soprattutto al controllo dell'inflazione

- Proposta da J.B. Taylor nel 1993 come buona descrizione parsimoniosa del comportamento della FED

$$i_t = R^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left( \frac{y_t - y^*}{y^*} \right)$$

- Taylor trova che  $\alpha = 1.5$  e  $\beta = 0.5$  spiegano abbastanza bene il comportamento della FED negli anni 80 e 90
- $R^*$  = tasso d'interesse naturale, tale per cui  $y = y^*$  e  $\pi = \pi^*$
- Successivamente: molti lavori empirici sulla regola di Taylor

# STABILITÀ DEI PREZZI: OBIETTIVO DELL'EUROSISTEMA

POLITICA MONETARIA

Articolo 127 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea:

**“1. L'obiettivo principale del SEBC [Eurosistema] è il mantenimento della stabilità dei prezzi.**

Fatto salvo l'obiettivo della **stabilità dei prezzi**, il SEBC [Eurosistema] sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea.”



© BANCA CENTRALE EUROPEA 89481 01/13

## STABILITÀ DEI PREZZI: DEFINIZIONE

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo afferma:

“La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2%.  
La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta su un orizzonte di medio termine.”

Il Consiglio direttivo si prefigge di **mantenere il tasso di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo.**



## STABILITÀ DEI PREZZI: DEFINIZIONE

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo afferma:

“La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2%.  
La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta su un orizzonte di medio termine.”

Il Consiglio direttivo si prefigge di **mantenere il tasso di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo.**



# Obiettivi intermedi della politica monetaria

- in ordine cronologico:
- Interest rate targeting (IRT)
- Monetary targeting (MT)
- Exchange rate targeting (ERT)

- IRT: adottato tipicamente negli anni '50 e '60. Schema teorico keynesiano (Rapporto Radcliffe, 1957)
- Tasso d'interesse fissato esogenamente dalla BC, M endogeno
- La politica amplifica gli shock reali (accomodante)
- Abbandonato negli anni '70 dopo il primo shock petrolifero

- MT: modello Bundesbank, (negli USA solo nel 79-80), schema teorico monetarista
- Tasso di crescita di M fissato esogenamente dalla BC, tasso d'interesse endogeno
- La politica monetaria non è accomodante rispetto agli shock reali
- Idea di ancorare il tasso d'inflazione di medio-lungo periodo alla crescita nominale della moneta, influenzando così le aspettative di inflazione (canale aspettative)

- ERT: adottato spesso negli anni '80 e '90. (Sistema Monetario Europeo)
- Tasso di cambio esogeno  $\Rightarrow$  Perdita della sovranità monetaria: un solo livello di  $M$  e di  $i$  ( $=i^*$ ) compatibile con quel tasso di cambio
- Strategia per combattere l'inflazione importata e spirale inflazione-svalutazione
- Modo per "legarsi le mani" al fine di acquistare credibilità antiinflazionistica (equilibrio con regole)
- Modo per importare reputazione e credibilità, influenzando così le aspettative d'inflazione (canale delle aspettative)

- Tutti questi schemi entrano in crisi a partire dagli anni '90:
  - nel caso del MT: Instabilità della domanda di moneta, derivante dall'innovazione finanziaria
  - nel caso dell' ERT: Problemi di credibilità. Crisi SME e attacchi speculativi aree valutarie
- Emerge l' Inflation targeting

G.D. Rudebusch, L.E.O. Svensson / *European Economic Review* 46 (2002) 417-442

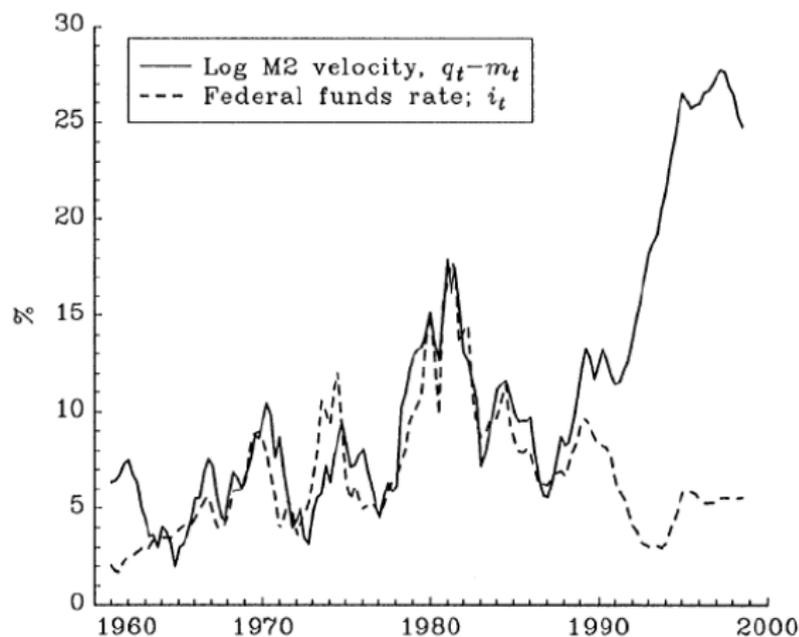


Fig. 1. M2 velocity and federal funds rate.

# Inflation Targeting

- Adottato esplicitamente da: 1989: Nuova Zelanda; 1991: Canada, Israele; 1992:

UK; 1993: Australia, Finlandia, Svezia; 1994: Spagna etc. . . oggi quasi la totalità delle BC

- NZ e Canada insoddisfatti dell'esperienza del MT
- Paesi Europei privi dello SME dal 1992 => no ERT
- Un approccio "eclettico" non una regola semplice. Orientato alla stabilità
- Lo scopo è quello di ancorare le aspettative di medio-lungo periodo
- Non si basa su un solo obiettivo intermedio, ma su una valutazione più complessiva dello stato dell'economia

- Approccio che guarda in avanti (lags)
- Usa modelli macroeconomici diversi
- Si basa sul proprio giudizio/percezione/stime => flessibilità/discrezionalità

- Consideriamo un'economia descritta dalle seguenti equazioni

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha y_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1} \quad (2)$$

- Il problema della banca centrale è:

$$\min_{i_{t+j}} L_t = \frac{1}{2} E_t \sum_{j=0}^{\infty} \delta^j \left( \pi_{t+j} - \pi^T \right)^2$$

- $E_t$  è l'aspettativa condizionata all'informazione disponibile all'agent al tempo  $t$

- Nel periodo  $t + 2$  la (1) diventa

$$\pi_{t+2} = \pi_{t+1} + \alpha y_{t+1} + \varepsilon_{t+1}$$

- Sostituendo la (1) e la (2) avremo

$$\begin{aligned}\pi_{t+2} &= \pi_t + \alpha y_t + \varepsilon_{t+1} + \alpha [\beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1}] + \varepsilon_{t+2} \\ &= (1 + \alpha\beta_2)\pi_t + \alpha(1 + \beta_1)y_t - \alpha\beta_2 i_t + (\varepsilon_{t+1} + \alpha\eta_{t+1} + \varepsilon_{t+2}) \\ &= \alpha_1\pi_t + \alpha_2 y_t - \alpha_3 i_t + (\varepsilon_{t+1} + \alpha\eta_{t+1} + \varepsilon_{t+2})\end{aligned}$$

- Il tasso d'interesse nel periodo  $t$  non ha effetto sull'inflazione in  $t + 1$  ma solo in  $t + 2$

- La banca centrale deve risolvere solo il periodo uniperiodale

$$\min_{i_t} \frac{1}{2} E_t \left( \pi_{t+2} - \pi^T \right)^2$$

dove

$$E_t \pi_{t+2} = \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 y_t - \alpha_3 i_t$$

dato che per ipotesi  $E \left( \varepsilon_{t+1} + \alpha \eta_{t+1} + \varepsilon_{t+2} \right) = 0$

- Le condizioni del primo ordine rispetto a  $i_t$  implicano

$$-\alpha_3 E_t \left( \pi_{t+2} - \pi^T \right) = 0 \Rightarrow E_t \pi_{t+2} = \pi^T$$

- $E_t \pi_{t+2}$  assume il vero e proprio ruolo di obiettivo intermedio!
- Ponendo  $E_t \pi_{t+2} = \pi^T$  possiamo derivare la regola seguita dalla banca centrale nel determinare il tasso d'interesse

$$\begin{aligned}
 i_t &= \frac{1}{\alpha_3} \left( -\pi^T + \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 y_t \right) \\
 &= \frac{1}{\alpha_3} \left( -\pi^T + \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 y_t \right)
 \end{aligned}$$

- Il tasso d'inflazione corrente qui compare non perchè la banca centrale tenta di mantenerlo uguale a quello obiettivo (impossibile data la struttura dei ritardi), ma perchè è utile per predire il tasso d'inflazione futuro
- In generale qualsiasi variabile è utile per la previsione dell'inflazione dovrebbe venire inclusa nella funzione di reazione

- Strategia complessa
  - “look at everything strategy” (Bernanke)
  - “rather intrasparent approach” (Bofinger)
  - “indescribable in details” (Vickers)
- vicino alla pura discrezionalità
- ... ma con un impegno di medio-lungo periodo
- Regola contingente?:
- Da una parte: politica monetaria orientata alla stabilità => target di medio-lungo periodo per ancorare le aspettative d'inflazione
- Dall'altra: flessibilità => necessità quindi di:
- Reputazione e credibilità
- Accountability e trasparenza: pubblicazione previsioni, bollettini etc..

## Obiettivo principale: stabilità dei prezzi



**Consiglio direttivo**  
adotta le decisioni di politica monetaria  
sulla base di una valutazione complessiva  
dei rischi per la stabilità dei prezzi

### Analisi economica

analisi delle dinamiche  
e degli shock  
nell'economia

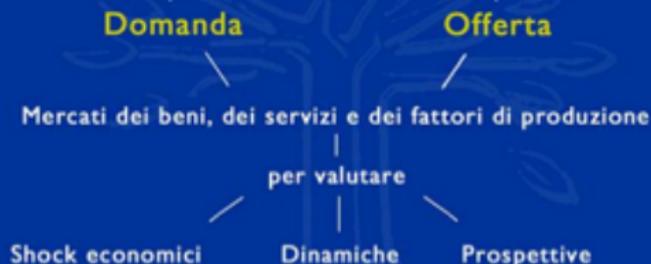
### Analisi monetaria

analisi degli andamenti  
della moneta

← verifica incrociata →

Insieme completo di informazioni

Analisi degli andamenti di un ampio insieme  
di variabili economiche e finanziarie per





## Analisi degli andamenti della moneta e del credito

Legame di lungo periodo  
tra moneta e prezzi  
nell'area dell'euro

Individuazione di squilibri  
e/o bolle dei prezzi delle  
attività nei mercati finanziari

Moneta come parametro  
per il medio-lungo periodo

# MECCANISMO DI TRASMISSIONE: COME INCIDONO I TASSI DI INTERESSE SUI PREZZI

POLITICA MONETARIA



© BANCA CENTRALE EUROPEA MP/01/01/13