

# Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli



Università di Napoli Prthenope  
Dip. Studi Economici e Giuridici  
cristiana.fiorelli@uniparthenope.it

Anno accademico, 2022/2023

## UNIONE ECONOMICA E MONETARIA

L'Unione economica e monetaria europea (UEM) è un'unione monetaria *incompleta* (De Grauwe, 2013).

La gestione della politica economica è ripartita tra:

- autorità fiscale (governo)  **politica fiscale**  
(decentralizzata,  
autonoma e sottoposta a vincoli)
- autorità monetaria (banca centrale)  **politica monetaria**  
(centralizzata e  
indipendente)

## BCE – BANCA CENTRALE EUROPEA

- La *Banca centrale europea* (BCE) e le *banche centrali nazionali* (BCN) costituiscono il **Sistema europeo di banche centrali** (SEBC).
- La *BCE* e le *BCN* degli Stati membri la cui moneta è l'euro costituiscono l'**Eurosistema**.



detiene la  
POLITICA MONETARIA

## ***SEBC***

***Funzioni:*** assolve le funzioni consultive della BCE; raccoglie le informazioni statistiche; redige il Rapporto annuale della BCE; redige le disposizioni per l'uniformazione delle procedure contabili delle Banche centrali nazionali. Non prende parte al processo decisionale e attuativo della politica monetaria che compete solo all'Eurosistema.

***Consiglio Generale:*** è composto dal presidente e dal vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN dei 27 paesi membri dell'UE. Il Consiglio generale è un organo di transizione dal momento che, a norma dello "*statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea*", verrà sciolto nel momento in cui tutti gli stati membri dell'UE avranno introdotto la moneta unica.

## *Eurosistema*

### Organi decisionali:

- **Consiglio direttivo.** Ciascun membro ha un diritto di voto.  
*Funzioni:* definire l'orientamento generale della politica della banca e la politica monetaria dell'area dell'euro compresi gli obiettivi monetari intermedi e i tassi di interesse di riferimento.
- **Comitato esecutivo.** *Funzioni:* attuare la politica monetaria conformemente agli orientamenti e alle decisioni del Consiglio dei governatori, impartendo alle Banche centrali nazionali le necessarie istruzioni.

## BCE – BANCA CENTRALE EUROPEA

- Compiti principali dell'Eurosistema
  - definire e attuare la politica monetaria dell'Unione;
  - «stampare» moneta;
  - manovrare il tasso di cambio;
  - detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri;
  - promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento → *fornire la liquidità necessaria al sistema bancario;*
  - vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

## DUE MODELLI DI BANCHE CENTRALI

- **Modello Anglo-Francese Vs Modello Tedesco**

Questi modelli differiscono rispetto:

1. Obiettivi perseguiti → nel modello Anglo-Francese la BC persegue diversi obiettivi: stabilità dei prezzi; stabilizzazione ciclo economico; elevato livello occupazione; nel modello Tedesco la **stabilità dei prezzi** è considerato l'obiettivo primario
2. Relazione con il governo → modello Anglo-Francese = dipendenza politica; modello Tedesco = **indipendenza politica**

## ASSETTO ISTITUZIONALE BCE

- Perché è prevalso il Modello Tedesco?

Due ragioni:

1. Posizione strategica della Germania nel processo di formazione UEM
2. «Contro rivoluzione monetarista»



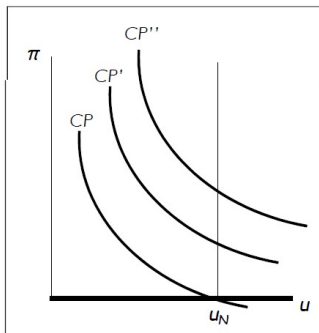
- *Problema di Inflazione*
- *Problema di credibilità*

*Time inconsistency*



# CREDIBILITÀ (1)

- Modello di Barro-Gordon (1983)



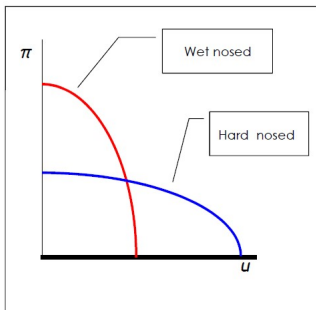
La CP è la curva di Phillips di **breve periodo** mentre la retta verticale è la curva di Phillips di **lungo periodo** in corrispondenza del tasso naturale di disoccupazione

$u_N$ .

Nel breve periodo ad aspettative di inflazione più alte corrispondono curve CP più in alto nel piano (CP', CP'', ecc.)

## CREDIBILITÀ (2)

- Preferenze sociali: **curve di indifferenza** delle autorità monetarie



### **Autorità con preferenze in termini di disoccupazione**

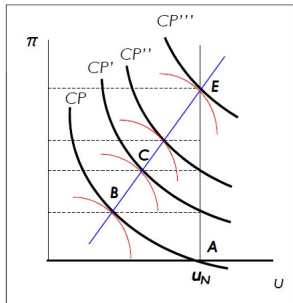
(wet): sono disposte a scambiare una riduzione di  $u$  con un “grande” aumento di inflazione

### **Autorità con preferenze in termini di inflazione**

(hard nosed): sono disposte a scambiare una riduzione di  $u$  solo con un “piccolo” aumento di inflazione

## CREDIBILITÀ (3)

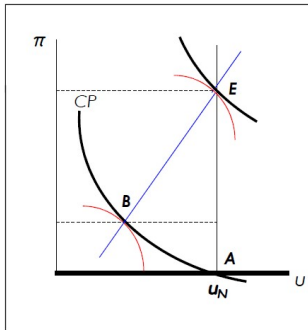
Data la CP e le preferenze, l'autorità sceglie come obiettivo il **punto A: obiettivo di inflazione zero**.



Tuttavia, rimanendo lungo la CP, l'autorità può raggiungere il **punto B** su una c.d.i. più bassa di A, quindi attua una politica espansiva per lasciare A e raggiungere B; Ma in B l'inflazione è più alta ( $p_1$ ) e quindi la CP si sposta verso l'alto fino alla CP'; lungo la CP' l'autorità preferisce il **punto C** anziché la combinazione ( $u_N, p_1$ ), ma in C l'inflazione cresce ancora fino a  $p_2$ ... Solo nel **punto E** l'autorità non ha un incentivo ad aumentare ancora l'inflazione.

## CREDIBILITÀ (4)

Nel **lungo periodo** (con interazioni ripetute tra policy maker e privati) l'annuncio dell'obiettivo inflazione zero non viene creduto (aspettative razionali) e si raggiunge subito l'equilibrio E.



Solo se le autorità acquisiscono una **reputazione** → **credibilità** possono posizionarsi al punto A. Ma i politici prendono le decisioni in un orizzonte di breve periodo

**Ciclo politico elettorale**

# CARATTERISTICHE DELLA BCE

La BCE è, dunque, una banca centrale:

- «conservatrice»
- indipendente
- soggetta a giudizi di sindacabilità (*accountability*)



# Scelta degli obiettivi

- Politica Monetaria: lo scopo è raggiungere obiettivi finali renderla più credibile, le BC si servono degli strumenti di comunicazione per orientare le aspettative degli operatori.

Gli effetti dipendono dalle variabili di contesto e istituzionale:

- l'efficienza dei mercati, le rigidità strutturali, l'instabilità ciclica, le incertezze degli operatori, i ritardi nei tempi di reazione

dalla dotazione di requisiti quali

- l'indipendenza, la trasparenza, la comunicazione, la credibilità che costituiscono il patrimonio reputazionale di una Banca centrale e influenzano l'efficacia della sua azione

La FED può scegliere tra più obiettivi, senza esplicite indicazioni di priorità, e di tempi di realizzazione:

- piena occupazione
- la stabilità dei prezzi,
- la moderazione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine.
- il tasso di crescita dell'economia,
- la stabilità del sistema finanziario,
- la stabilità del tasso di cambio.

## Tattato di Maastricht 1992:

L'obiettivo principale del SECB è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SECB sostiene le politiche economiche generali della Comunità.



## Obiettivi:

- Crescita sostenibile e non inflazionistica
- attenuazione squilibri territoriali
- elevato livello di occupazione

# Obiettivo stabilità dei prezzi

Consiglio direttivo della BCE 1998:

- per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell 'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per l'area dell 'euro inferiore al 2%. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine.

Consiglio direttivo della BCE 2003:

- per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell 'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per l'area dell 'euro su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

# Revisione della strategia

- La nuova strategia di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) è stata pubblicata l'8 luglio 2021.
- Il Consiglio direttivo ritiene che il modo migliore per mantenere la stabilità dei prezzi sia puntare a un'inflazione del 2% nel medio periodo.
- L'impegno del Consiglio direttivo verso questo obiettivo è simmetrico. La simmetria significa che il Consiglio direttivo considera le deviazioni negative e positive da questo obiettivo ugualmente indesiderabili.

# Vantaggi obiettivo stabilità dei prezzi

- La BCE indica i vantaggi del controllo dei prezzi:
- potere d'acquisto costante
- favorisce gli scambi
- trasparenza prezzi relativi
- ancora le aspettative
- riduzioni effetti redistributivi della ricchezza (creditori e debitori) e reddito (reddito fisso e variabili)

# Inflazione zero

## Obiettivo irrealistico

- Inflazione: media dei prezzi di diversi beni e su diverse aree. Zero inflazione implicherebbe deflazione in alcune aree o su alcuni beni.
- Rigidità al ribasso su alcuni prezzi non compenserebbero prezzi in aumento
- la deflazione in alcune aree non potrebbe essere curata

# Inflazione positiva

- L'aspettativa di aumento dei prezzi stimola gli investimenti
- Permette alla BC di operare sui tassi
- Equazione di Fisher

# La scelta degli obiettivi intermedi

- Analisi di Poole(1970): instabilità dei mercati reali e finanziari con schema IS-LM
- Obiettivi intermedi: di quantità (M) o di tasso.
- Se si controlla M si perde il controllo sui tassi

# Instabilità di origine reale

- Espansione di AD
  - 1 aumenta la domanda di moneta a scopo transattivo;
  - 2 dato  $M$ , si riduce la domanda di moneta a scopo speculativo (aumenta  $i$ ):
  - 3 Aumenta l'offerta di  $OBB$ , diminuisce il prezzo  $P_{OBB}$ , aumenta  $r_{OBB}$
- Se la BC persegue un obiettivo di stabilità del tasso: OMA con acquisto di titoli in cambio di BM



# Instabilità di origine reale

- Flessione di AD
  - ① diminuisce la domanda di moneta a scopo transattivo;
  - ② dato  $M$ , aumenta la domanda di moneta a scopo speculativo (diminuisce  $i$ );
  - ③ diminuisce l'offerta di  $OBB$ , aumenta il prezzo  $P_{OBB}$ , diminuisce  $r_{OBB}$
- Se la BC persegue un obiettivo di stabilità del tasso: OMA con vendita di titoli e assorbimento di BM

# Instabilità di origine reale

- Conclusione: in presenza di instabilità di origine reale, è preferibile che la BC adotti una politica di controllo della quantità di moneta come obiettivo intermedio (la LM non si sposta)
- Una politica di controllo dei tassi (la LM si sposta) ha impatto prociclico e genera oscillazioni di reddito maggiori rispetto ad una politica di controllo di BM

# Instabilità di origine monetaria

- Spostamenti della LM generati da:
- Alternanza tra euforia che alimenta una bolla speculativa e sfiducia che si genera quando la bolla scoppia
- Euforia: diminuiscono le barriere dell'avversione al rischio: si riducono le preferenze per la liquidità, ossia si riduce la domanda di moneta
- a parità di offerta, effetto espansivo sulla LM (i scende  $Y$  sale).

# Instabilità di origine monetaria

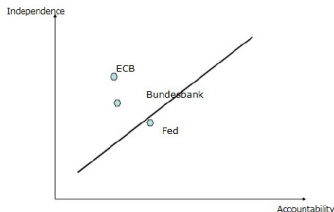
- Scoppia la bolla speculativa: crescono le preferenze per la liquidità, si crea un eccesso di domanda di M
- A parità di offerta, come se si avesse una politica monetaria restrittiva (i sale, Y scende)
- In questi casi una PM orientata a stabilizzare i tassi riesce ad avere impatti anticiclici:
  - 1 In presenza di euforia: la BC vende titoli e riassume BM (i sale)
  - 2 In presenza di crisi di sfiducia: la BC acquista titoli in cambio di BM (i scende)
- Limiti e rischi:
  - 1 rischio di illiquidità genera instabilità in m
  - 2 Trappola della liquidità

## INDIPENDENZA E ACCOUNTABILITY

Art. 130 TFUE assicura il principio del *no fiscal dominance*

- **Indipendenza:**

- istituzionale
- personale
- funzionale
- finanziaria



- **Accountability:**

- la delega del potere democratico deve essere accompagnata da un certo grado di controllo;
- all'aumentare dell'indipendenza, deve aumentare anche il controllo da parte delle istituzioni democratiche

## PROBLEMATICHE

- 1) Si ritiene da parte di molti che l'indipendenza assegnata alla BCE sia eccessiva, determinando un deficit democratico. Viene fatto osservare che la BCE è anche più indipendente della Bundesbank: *il parlamento tedesco può modificare gli statuti della Bundesbank con una maggioranza semplice; mentre la modifica dello statuto della BCE è molto più difficile, richiedendo una modifica del Trattato, che ha sua volta comporta la decisione all'unanimità di tutti i membri dell'UE, inclusi quelli che non hanno ancora adottato l'euro.*
- 2) Il campo della sindacabilità è molto limitato rispetto a quello dell'indipendenza sia sotto il profilo degli obiettivi perseguiti, che sotto quello istituzionale: i) vaghezza circa gli altri obiettivi da perseguire; ii) assenza di una forte istituzione politica capace di esercitare un efficace controllo sull'operato della BCE.

## PROBLEMATICHE

3) Si teme che l'entrata di nuovi membri nell'UME, insieme all'applicazione del principio "un paese, un voto" possa rallentare il processo decisionale.

La procedura di voto è stata modificata come segue:

1. riduzione a quindici del numero dei governatori con diritto di voto, fermi rimanendo quelli dei membri del Comitato esecutivo;
2. introduzione di un diritto di voto a rotazione, con una frequenza della rotazione che avvantaggia i governatori dei paesi più grandi.

I governatori dei paesi che occupano dalla prima alla quinta posizione (attualmente Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi) dispongono collettivamente di 4 voti, tutti gli altri (14 con l'adesione della Lituania il 1° gennaio 2015) condividono 11 voti. I governatori esercitano a turno i diritti di voto, con una rotazione mensile.

## PROBLEMATICHE

4) La BCE è una banca centrale **atipica** —→ non svolge la funzione di «*prestatore d ultima istanza*» (*lender of last resort*) per i titoli di debito emessi dagli Stati membri (*clausola del no bail-out*).

- Divieto sancito dal TFUE art. 123 per evitare rischio inflazione; evitare deficit di bilancio eccessivi e contenere il *moral hazard*.
- L'assenza di una banca centrale con funzione di prestatore di ultima istanza pregiudica la stabilità dell'intera zona euro, favorendo crisi di liquidità e di insolvenza *self-fulfilling* (crisi dei debiti sovrani 2010)