

La politica monetaria

La politica monetaria consiste nelle decisioni delle autorità monetarie che influenzano il tasso di interesse. Come abbiamo visto, le banche centrali mediante le operazioni di mercato aperto possono influenzare gli interessi praticati nel sistema economico. Vediamo come in pratica vengono prese queste decisioni e gli effetti che hanno sul sistema.

La politica monetaria

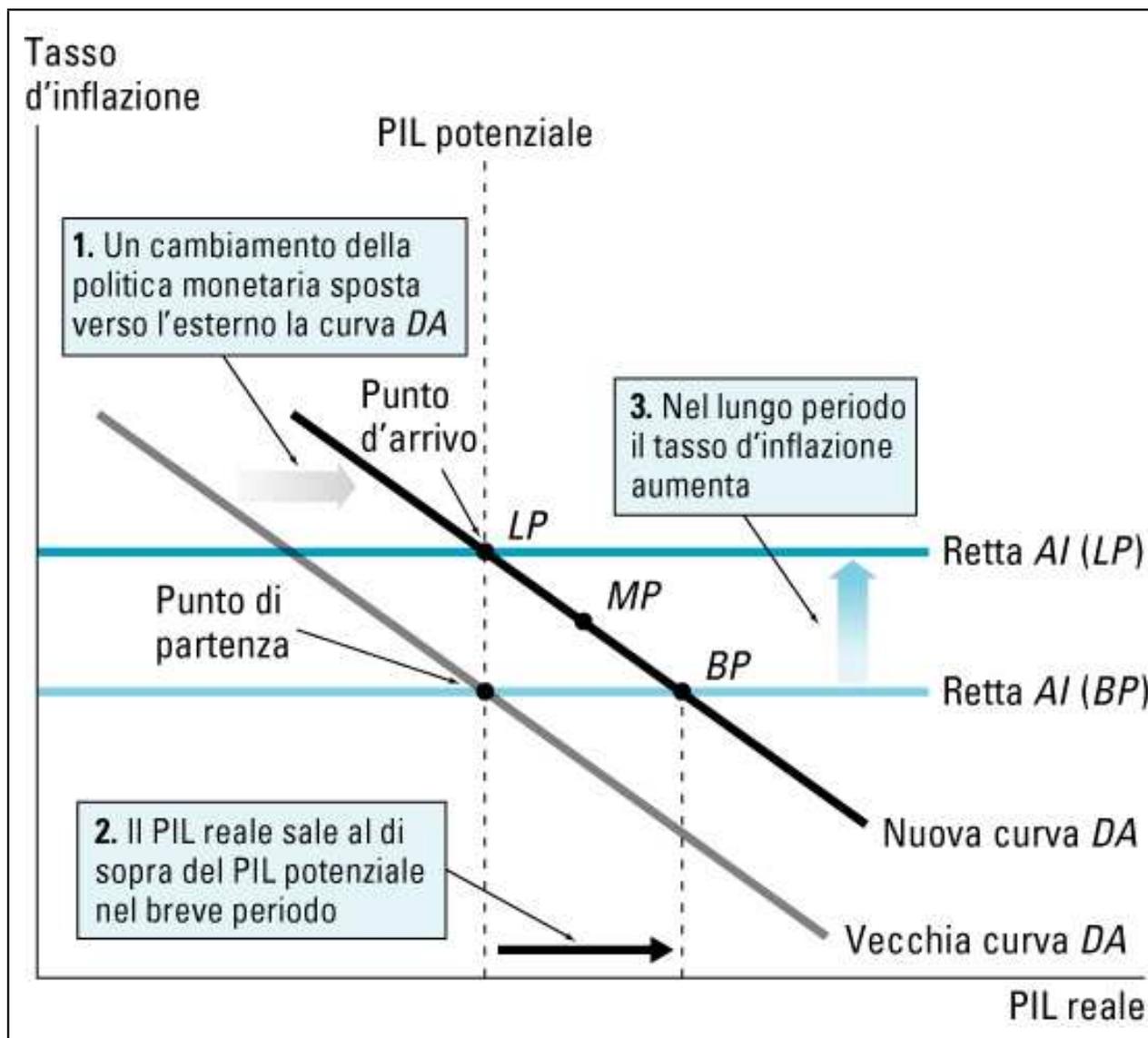
Le variazioni del tasso di inflazione sono determinate da scostamenti del PIL reale dal PIL potenziale. Come abbiamo visto queste variazioni impiegano del tempo per esprimersi, mentre gli effetti della politica fiscale sono più veloci.

La politica monetaria

Le autorità politiche subiscono le spinte dettate dal calendario elettorale. Un governo è interessato a rendere la situazione economica nel periodo immediatamente precedente gli appuntamenti elettorali, ed è anche disposto ad prendere decisioni in tal senso che provocheranno problemi, a patto che questi si manifestino successivamente alle elezioni.

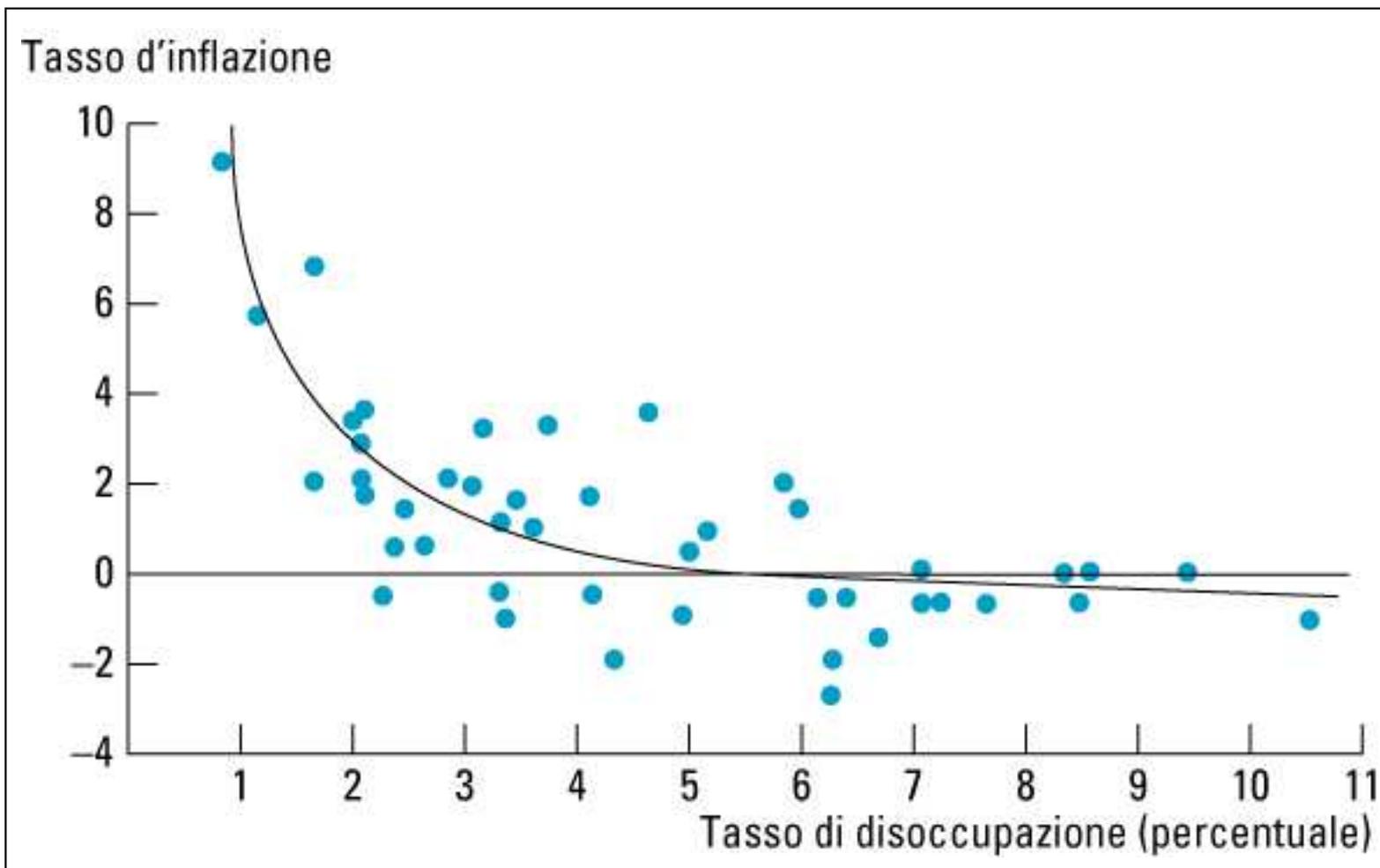
La politica monetaria

Questa è una tipica situazione di *vantaggi immediati e guai differiti*. Una diminuzione dei tassi di interesse che porti il PIL reale a livelli superiori del PIL potenziale impressioneranno gli elettori. Ma questo provocherà problemi in uno o due anni in quanto farà salire l'inflazione.



La politica monetaria

La **curva di Phillips** è una interpretazione dei dati che suggerisce una relazione inversa tra tasso di inflazione e tasso di disoccupazione. Secondo questo modello una politica monetaria che spingesse per maggiore inflazione avrebbe permesso un minore tasso di disoccupazione.



La politica monetaria

Secondo il modello che abbiamo visto, questa relazione vale solo nel medio periodo, mentre nel lungo periodo non c'è nessuna relazione. La disoccupazione di lungo periodo dipende solo dal tasso di disoccupazione naturale e l'inflazione può avere qualsiasi valore.

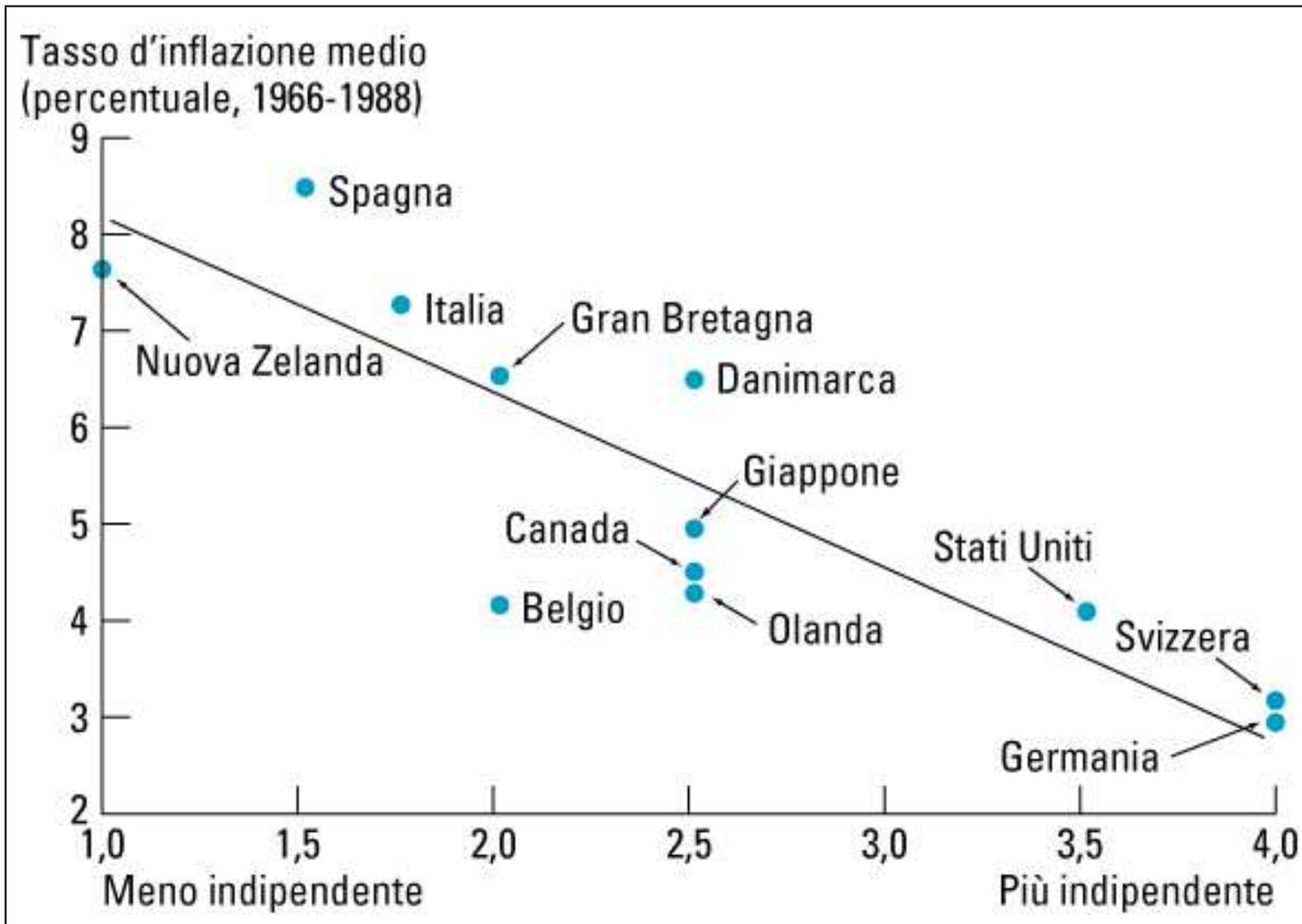
La politica monetaria

Le azioni dei governi a fini elettorali sono mostrate dai dati. Per gli USA, dove le elezioni presidenziali avvengono regolarmente ogni 4 anni, si osserva un perfetto **ciclo politico**, in cui il PIL reale aumenta prima delle elezioni, poi sale l'inflazione negli anni successivi.

La politica monetaria

La politica monetaria influenza l'inflazione ed è difficile imputare gli effetti negativi alle sue cause dato che il processo impiega molto tempo. Di conseguenza, si rende necessario slegare le banche centrali dal governo dando loro l'indipendenza di perseguire gli obiettivi inflazionistici senza dover eseguire gli ordini dei governi.

L'indipendenza della banca centrale si sancisce sia attraverso lo statuto formale, impedendo al governo di dare ordini alla banca, sia attraverso aspetti informali. Ad esempio, la durata dei responsabili è molto lunga, in modo da evitare che si tentino di compiacere i politici che, in ultima istanza, ne determinano la scelta.



La politica monetaria

Avendo il potere di poter fissare la politica monetaria al solo scopo di mantenere la inflazione costante, il problema della banca centrale consiste nell'interpretare i dati disponibili per capire la relazione tra PIL reale e potenziale. Per di più, è necessario conoscere lo stato dell'economia con l'anticipo necessario per prendere le decisioni in modo tale che abbiano effetto al momento giusto.

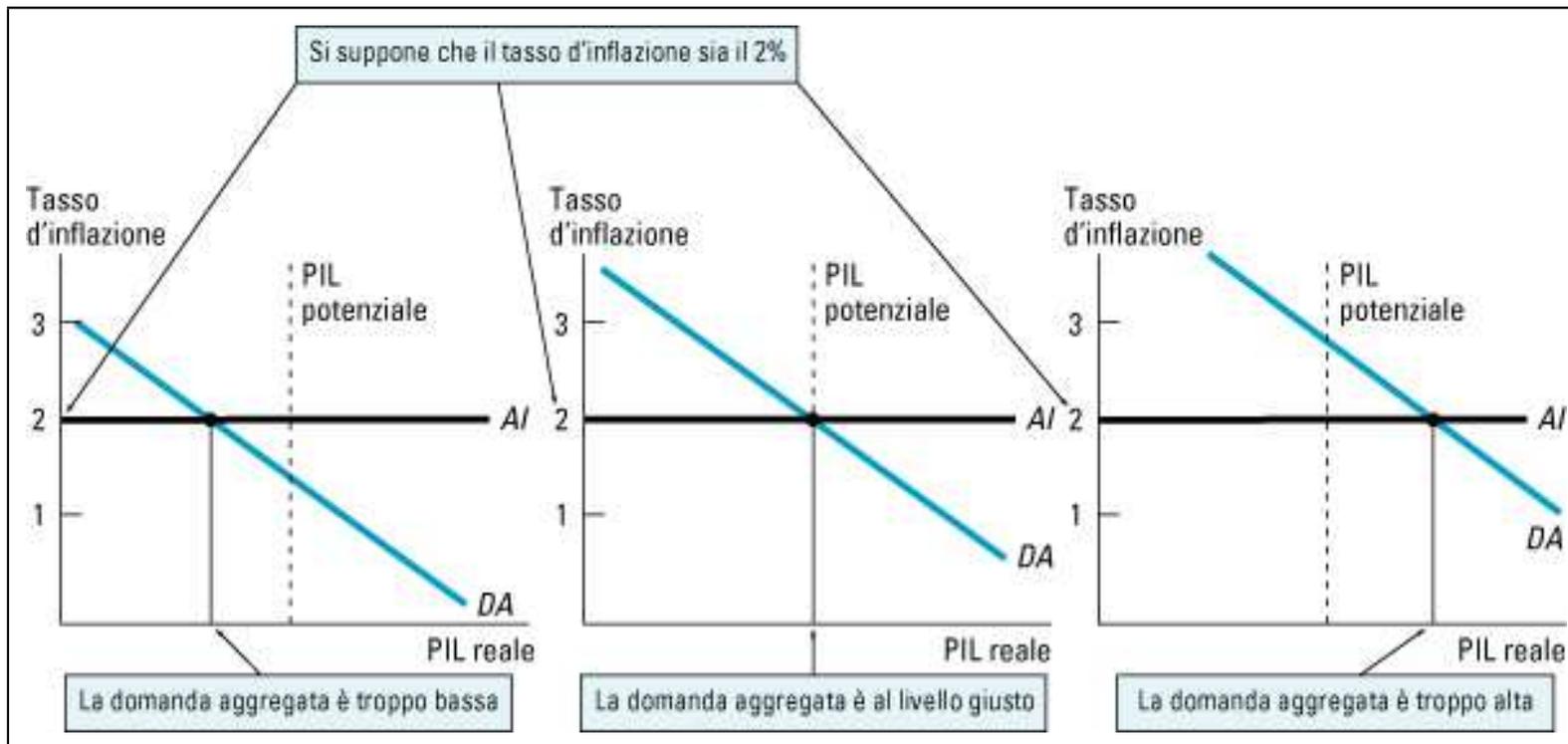
La politica monetaria

La scelta dei banchieri centrali è quindi composta da una serie di opzioni molto ristretta, essenzialmente i valori del tasso di interesse nominali, e da una serie di condizioni possibili future molto vaghe e difficili da prevedere. Questo ha generato una situazione in cui, ad esempio, Alan Greenspan (ex-governatore della FED americana), era ascoltato quando esprimeva le sue opinioni sulle future evoluzioni del sistema economico, mentre le sue dichiarazioni mantengono toni estremamente vaghi.

Recentemente, il nuovo governatore Bernanke ha provocato involontarie turbolenze sui mercati quando, durante una cena, ha espresso opinioni sui tassi di interesse ad una giornalista che le ha riportate nel suo notiziario finanziario.

La politica monetaria

Il problema principale delle banche centrali consiste nel capire in quale situazioni si trovi al momento l'economia: domanda "giusta", troppo elevata o troppo bassa?



La politica monetaria

Ad esempio, alla fine del 1999 l'economia americana si stava espandendo a livelli altissimi, soprattutto con i valori azionari saliti a livelli stratosferici. La Federal Reserve comincia a mandare segnali di possibili pericoli inflazionistici futuri. Il suo tentativo era di convincere gli operatori ad abbassare i tassi di crescita solo *minacciando* un aumento dei tassi.

La politica monetaria

Solo nel 2000 la Fed aumentò il tasso di interesse. In seguito, il mercato borsistico è crollato pesantemente in brevissimo tempo. Questo ha generato timori che la minore ricchezza degli investitori, che avevano in media perso decine di punti percentuali del loro patrimonio, innescasse una profonda recessione economica.

La Fed in brevissimo tempo abbassò i tassi di interesse a livelli di minimo storico. La crisi si è rivelata relativamente leggera. In gran parte questo è dipeso dalla ricontrattazione dei mutui sulle case. Negli USA è possibile chiudere un mutuo esistente ed aprirne un altro, se il tasso di interesse ora è minore al tempo del mutuo originario.

La politica monetaria

Di conseguenza i consumatori hanno liberato parte del loro reddito che prima serviva a finanziare parte del mutuo.

Il problema è che ora il prezzo delle case, a seguito dei bassissimi costi dei mutui, è salito a livelli altissimi, generando una ulteriore potenziale fonte di fragilità del sistema.

La politica monetaria

Il legame tra inflazione e divario tra PIL reale e potenziale è molto lento, e questo può permettere alla banca centrale di intervenire in anticipo per prevenire eventi indesiderati. Ad esempio, può aumentare i tassi di interesse se ritiene che in futuro l'inflazione salga, cioè *prima* di osservare un maggiore tasso di inflazione.

La politica monetaria

Una regola di politica monetaria diventa quindi condizionata al livello di PIL. Supponiamo che la banca abbia l'obiettivo del 2% di inflazione, e che l'interesse del 2% sia "neutro". La regola di Taylor porterebbe ai seguenti tassi di interesse.

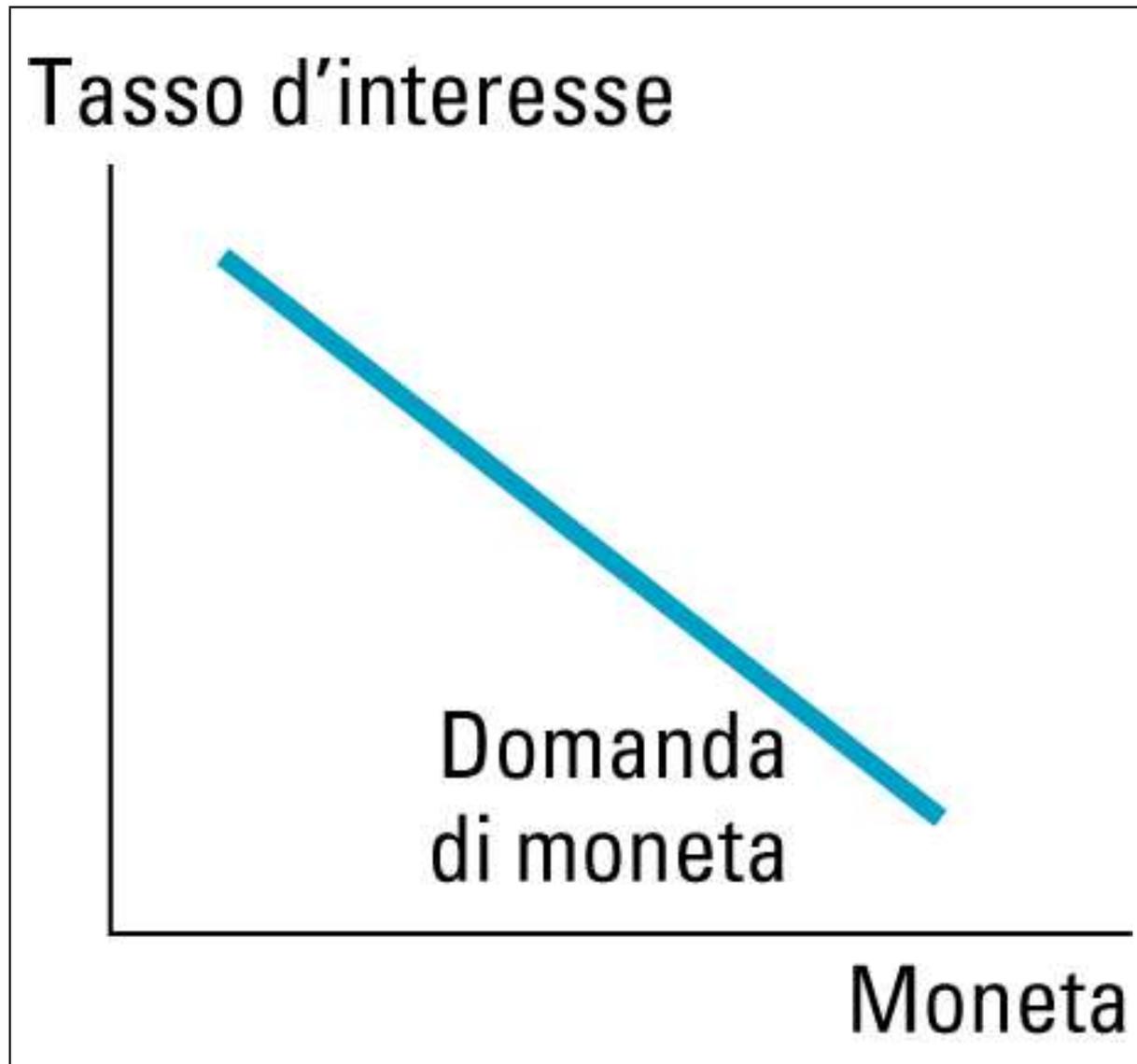
Inflazione	Divario PIL reale e potenziale		
	-2	0	2
0	0.5	1	2
2	3	4	5
4	6	7	8
6	9	10	11
8	12	13	14

La politica monetaria

La domanda di moneta consiste nella quantità del patrimonio che il pubblico desidera tenere sotto forma di moneta. La domanda di moneta dipende ovviamente dalla ricchezza delle persone, ma dipende anche dalle alternative a disposizione delle persone.

L'alternativa principale consiste nell'acquistare titoli che rendano interessi. All'aumentare del tasso di interesse le persone tenderanno a detenere meno moneta, in quanto il costo opportunità sale. Al contrario, con interessi più bassi il costo di detenere moneta scenderà ed una parte di persone non si preoccuperà di investire ogni guadagno.

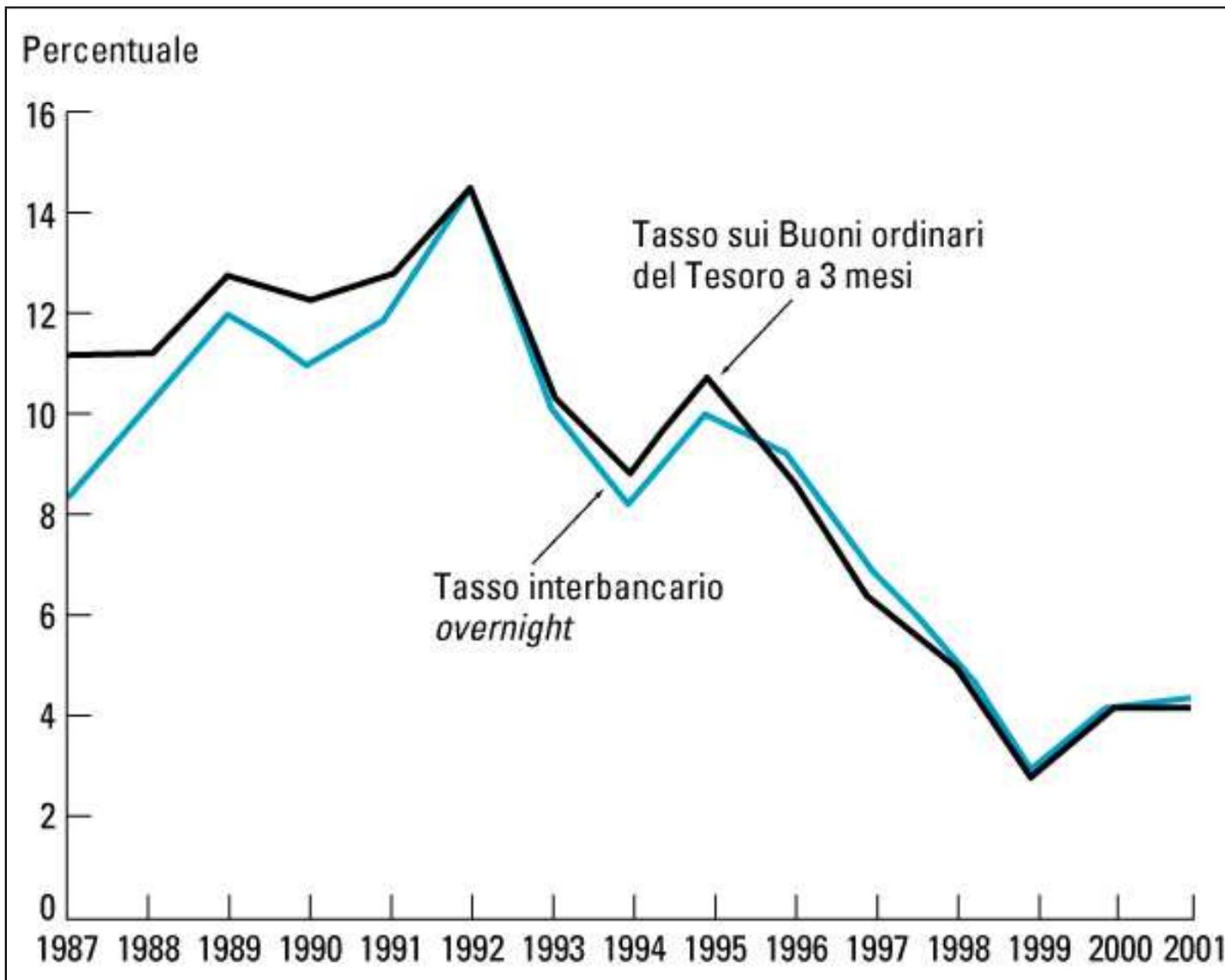
In conclusione, esiste una relazione inversa tra domanda di moneta e tasso di interesse.



La politica monetaria

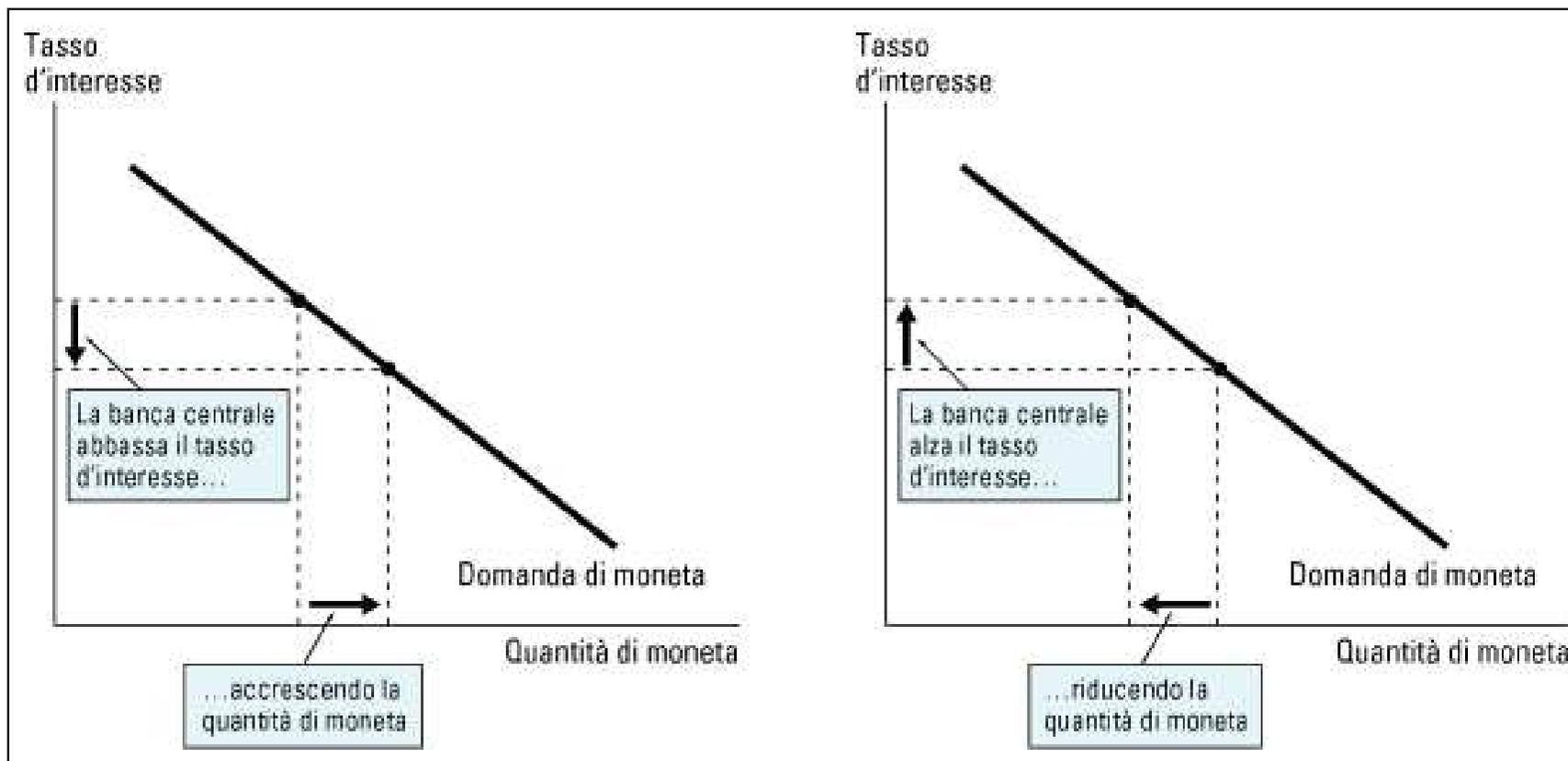
Il pubblico considera come tassi di interesse rilevanti per le sue decisioni i tassi che potrebbe ricevere acquistando titoli disponibili. Per il pubblico i titoli di più facile acquisto sono i titoli di stato a breve termine.

La banca centrale controlla i tassi di interesse vigenti per i prestiti tra banche, il cosiddetto *overnight*. Però, questi due tassi di interesse, come tutti gli altri, tendono a muoversi sempre nella stessa direzione.



La politica monetaria

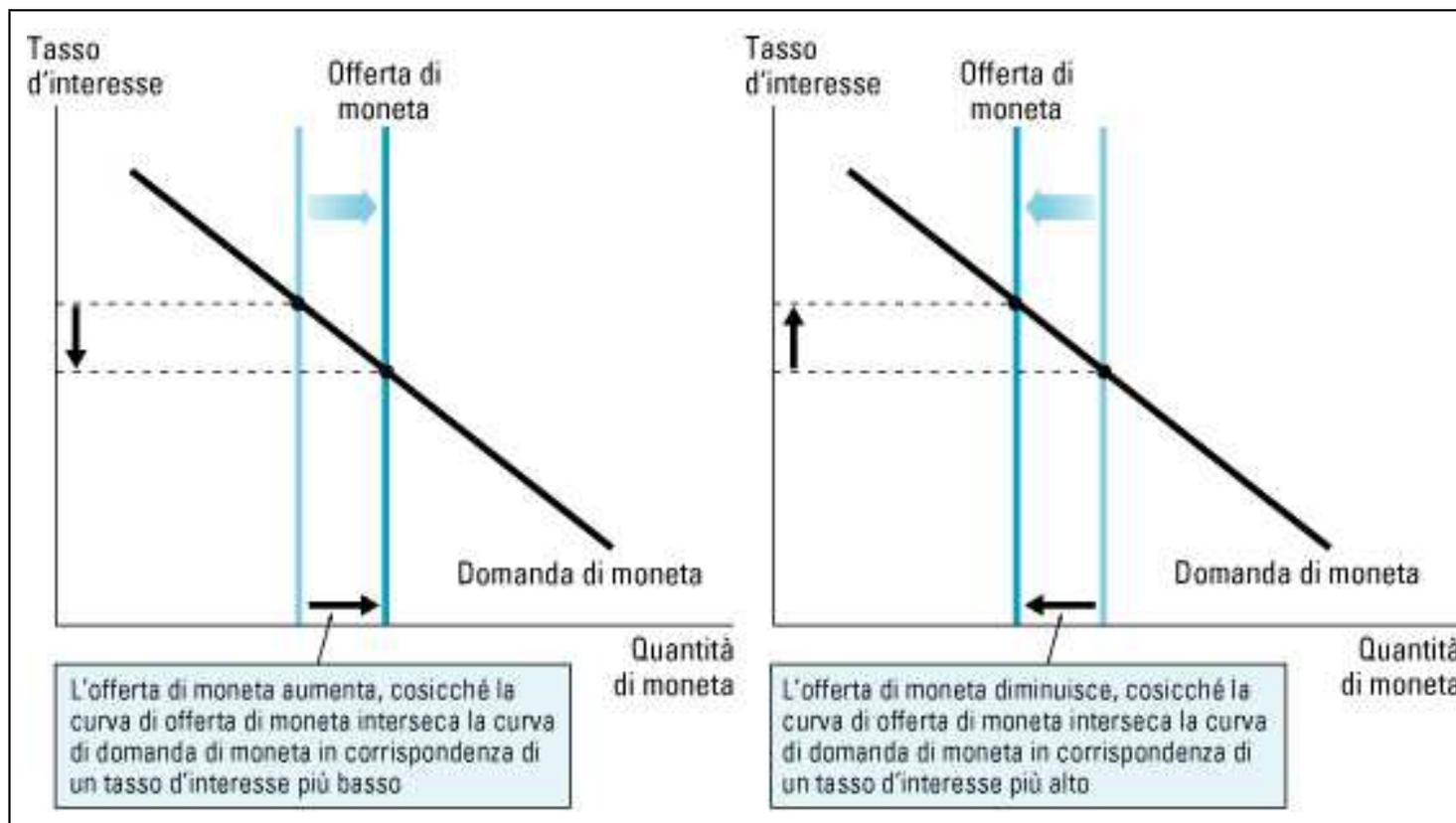
Quindi la domanda di moneta viene influenzata dal tasso di interesse determinato dalla banca centrale. Se la banca abbassa il tasso di interesse la domanda di moneta aumenterà, mentre se lo alza diminuirà.



La politica monetaria

L'offerta di moneta è anche sotto il controllo della banca centrale, mediante la variazione della base monetaria effettuata con le operazioni di mercato aperto. Quindi il tasso di interesse è determinato dalla intersezione tra la quantità di moneta offerta e la quantità domandata.

In realtà le banche centrali hanno adottato la regola di variare la offerta di moneta in modo tale da fissare il tasso di interesse al livello desiderato. Infatti, la domanda di moneta varia molto, e quindi tenere fissa l'offerta implicherebbe una alta variabilità dei tassi. Per evitare questo, la banca centrale adatta l'offerta di moneta al livello da mantenere i tassi al livello desiderato.



La politica monetaria

La domanda di moneta e' un aggregato molto variabile, e quindi una politica *quantitativa* che si orienti alla determinazione dell'offerta di moneta rischia di generare forti oscillazioni del tasso di interesse.

In pratica, la banca centrale fissa il tasso di interesse che ritiene piu' opportuno. Data la domanda di moneta, effettua le operazioni di mercato aperto necessaria per adattare l'offerta di moneta alla domanda in modo da mantenere il tasso di interesse al livello desiderato.

La politica monetaria

La banca ha altri due strumenti a disposizione per operare la politica monetaria: il **tasso ufficiale di sconto** e gli **obblighi di riserva**. Il tasso ufficiale di sconto costituisce il tasso di interesse sui prestiti alle banche. In pratica, le banche centrali moderne fanno variare il tasso di sconto al seguito della variazione del tasso interbancario, e quindi costituiscono lo stesso indicatore.

Gli obblighi di riserva sono la percentuale di riserve minime che le banche devono detenere. Anche se questo coefficiente influenza pesantemente l'offerta di moneta è in pratica usato poco spesso. Di solito si cambia questo valore quando la banca centrale ha obiettivi strutturali riguardo al settore bancario. Negli anni '90 la Banca d'Italia ha diminuito le riserve obbligatorie per favorire la concorrenza con le banche estere.

La politica monetaria

Il tasso di cambio è il valore di una valuta in termini di un'altra. Abbiamo visto che il tasso di cambio di un paese varia al variare del tasso di interesse in seguito alla domanda ed alla offerta delle diverse valute. Infatti, in questo momento storico quasi tutte le monete hanno un **regime di cambi flessibili**, cioè il valore di una valuta è lasciato determinare dal mercato dei cambi.

La politica monetaria

Storicamente però molte valute sono state gestite con politiche di **cambi fissi**. Le autorità decidevano un tasso di cambio e soddisfacevano tutte le richieste di acquisto o di vendita ai valori fissati. Solo dopo la seconda guerra mondiale si è abbandonato il regime dei cambi fissi generalizzato.

In seguito, in Europa si è adottato un regime di cambi semi-flessibile, il *serpente monetario*. Questo accordo tra paesi europei occidentali permetteva ai cambi di oscillare in funzione del valore determinato dal mercato. Ma solo entro pre-determinati valori massimi e minimi. Se questi valori venivano superati tutte le banche centrali dovevano operare sul mercato comprando e vendendo valute in modo da forzare il cambio all'interno delle bande previste.

La politica monetaria

Oggi alcune valute operano ancora in cambi fissi. Ad esempio, la valuta cinese viene fissata in valore rispetto al dollaro, e quindi oscilla rispetto alle altre valute insieme al dollaro. Il *peso* argentino era anche fissato al dollaro, tanto che si pensava di *dollarizzare* l'economia (come hanno già fatto alcuni paesi centro-americani), cioè usare come valuta legale il dollaro ed abolire la valuta nazionale.

La politica monetaria

L'attrattiva dei cambi fissi è che elimina il *rischio di cambio* degli investitori. Se un investitore americano compra titoli italiani, deve cambiare i suoi dollari con euro. Diciamo che il cambio è 1:1. Se dopo un anno il cambio dollaro euro diventa 0.5 dollari per 1 euro, quando l'investore ricambia il suo investimento in dollari avrà perso metà del suo valore.

Con i cambi fissi le autorità garantiscono che non ci sarà il rischio di svalutazione della valuta in cui viene effettuato l'investimento.

La politica monetaria

Il problema dei cambi fissi è che la banca centrale del paese garantisce di cambiare qualsiasi quantità in ogni valuta. Ad esempio, la lira italiana e la sterlina inglese nel 1992 al di fuori del serpente monetario. In quel periodo Soros, un gestore di grossi patrimoni, si convinse che la lira e la sterlina avevano valori sbagliati all'interno del serpente monetario. Quindi si mise a comprare quantità enormi di dollari e marchi cedendo lire e sterline. Tutte le banche centrali cercarono di usare le loro riserve valutarie per soddisfare queste richieste ai prezzi minimi delle bande di oscillazione. Ma il mercato fu più forte, dato che tutti gli altri operatori imitarono Soros, ed alla fine le due valute abbandonarono le due valute, che scesero fortemente di prezzo. Quindi Soros vinse, rivendendo i dollari per valori molto alti in termini di sterline e lire, e guadagnando un profitto enorme.

La politica monetaria

Il problema di fondo dei tassi di cambio fissi consiste nella necessità di tenere tassi di interesse identici tra due paesi con cambi fissi.

L'Italia e la Gran Bretagna avevano tassi di interesse troppo alti per le loro economie, a causa della necessità di mantenere lo stesso livello dei tassi tedeschi. Solo che abbassando i tassi avrebbero fatto svalutare il cambio. Soros forzò la mano alle autorità britanniche ed italiane che dovettero abbassare i tassi e far crollare il cambio.

La politica monetaria

Nell'area dell'euro ora non esistono possibilità di uscire dalla moneta unica, ma resta il problema del tasso di interesse unico per diverse economie con necessità diverse. Al momento, ad esempio, la Germania avrebbe bisogno di un tasso di interesse più basso per stimolare l'economia, mentre l'Irlanda ha una inflazione troppo alta. La banca centrale europea deve fissare un tasso di interesse medio, che non va bene per nessun paese.

Questo probabilmente è un problema momentaneo richiesto dalla necessità di armonizzare il sistema dei prezzi in paesi con prezzi molto diversi.

Conclusioni

- La politica monetaria è a rischio di essere sfruttata per vantaggi immediata causando danni nel futuro.
- La indipendenza della banca centrale vuole impedire che la politica monetaria sia sfruttata per vantaggi di breve periodo
- La politica monetaria influenza la domanda aggregata, e quindi può essere usata sia per il controllo dell'inflazione che in per politiche anticicliche
- La domanda di moneta dipende dal tasso di interesse
- La banca centrale adatta la offerta di moneta per fissare il tasso di interesse desiderato
- I tassi di cambio flessibili generano rischi di cambio, mentre i tassi di cambio fisso obbligano ad avere gli stessi tassi di interesse