
ECONOMIA MONETARIA

(parte generale)

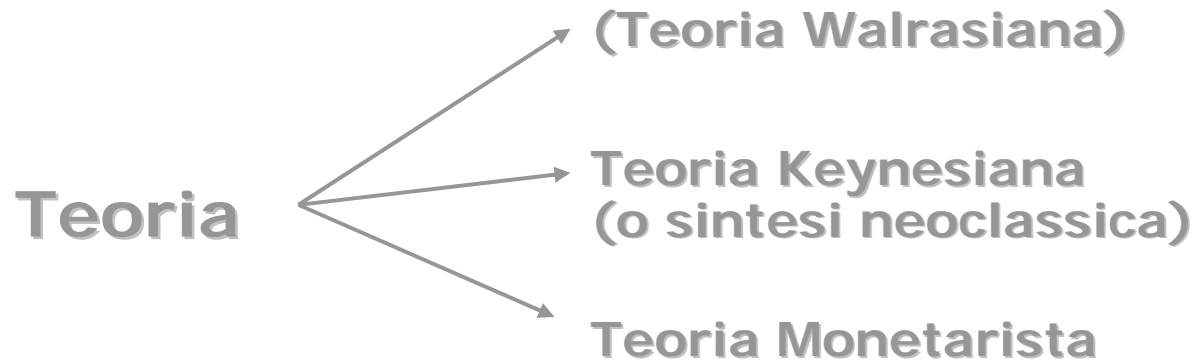
Prof. Guido Ascari

Anno 2006-2007

LEZIONE 9-10

**ANALISI EMPIRICA DEL MECCANISMO DI
TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA**

MECCANISMO DI TRASMISSIONE



Fatti

**Bollettino Bank of England;
BMBCE 07/2000 p. 41-56,
BMBCE 10/2002 p. 43-53,
"La politica monetaria della
BCE", 2004, p. 46-52**

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Report del Monetary Policy Committee

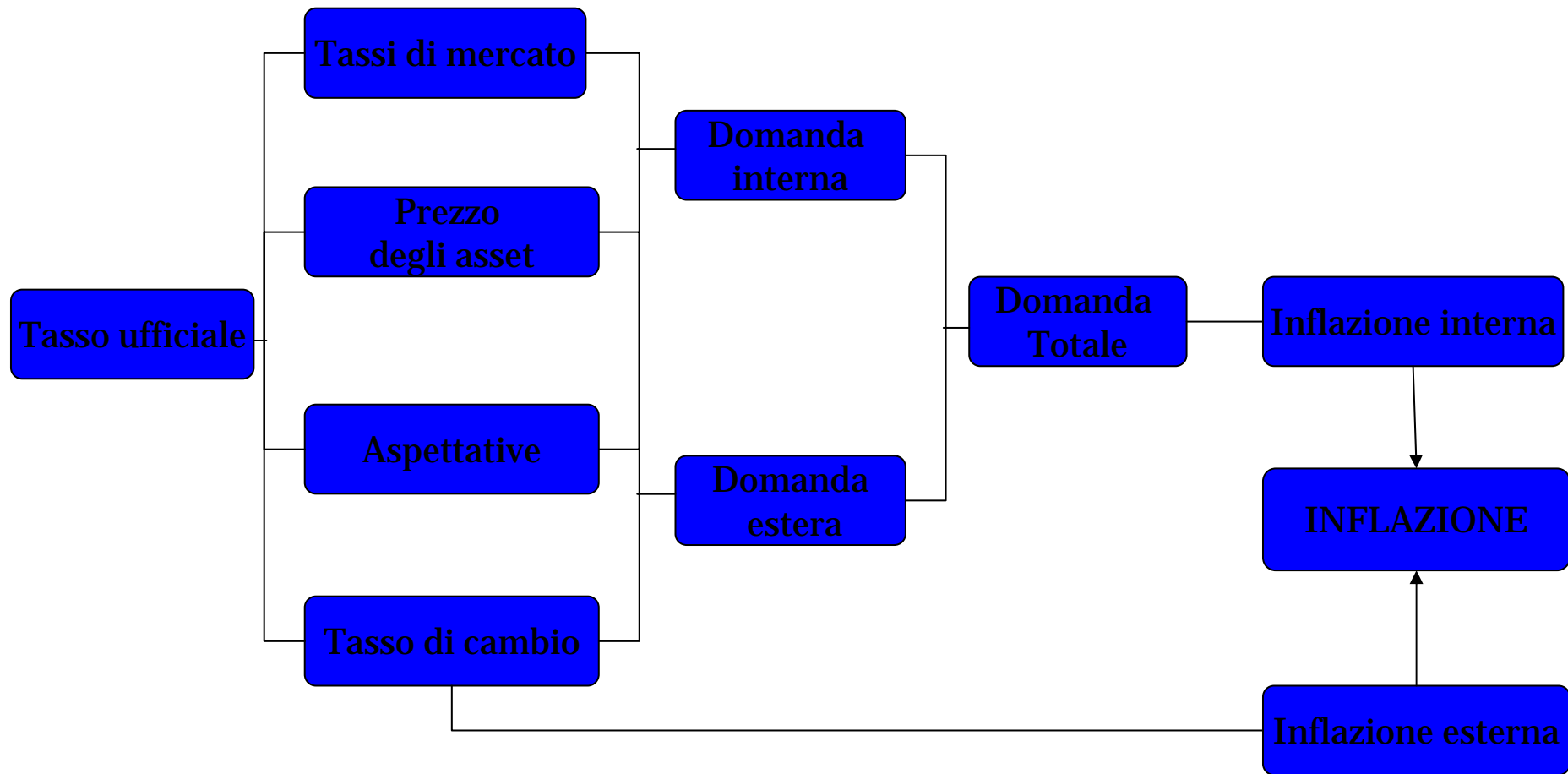
Bank of England

L'inflazione come fenomeno monetario

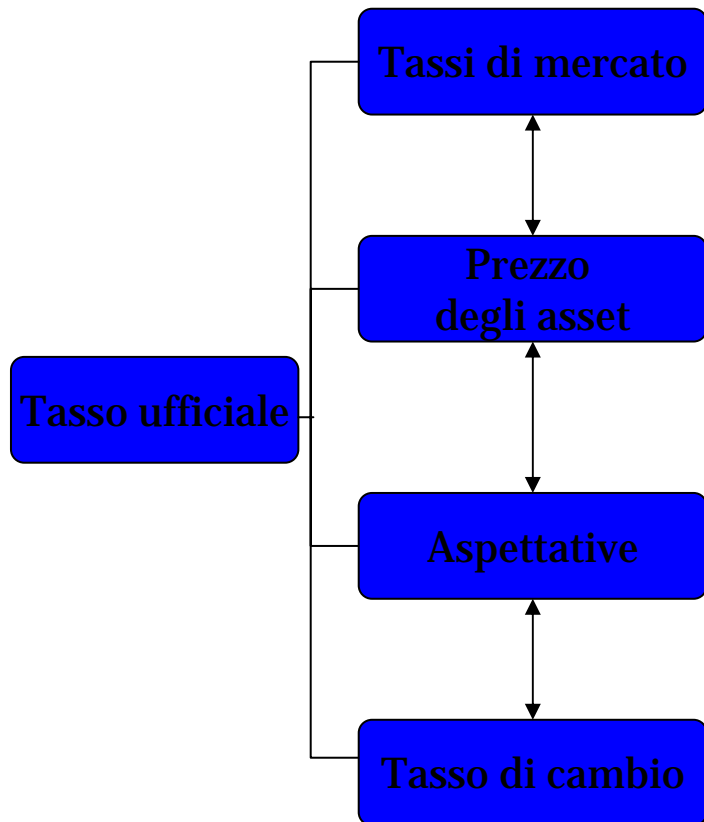
- **Proposizione: nel lungo periodo la politica monetaria non influenza il trend di crescita, ma solo il livello dei prezzi => l'inflazione è fenomeno monetario Esiste una relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi:**

$$MV=PY$$

Questa relazione è alla base del riferimento per calcolare il valore di M3

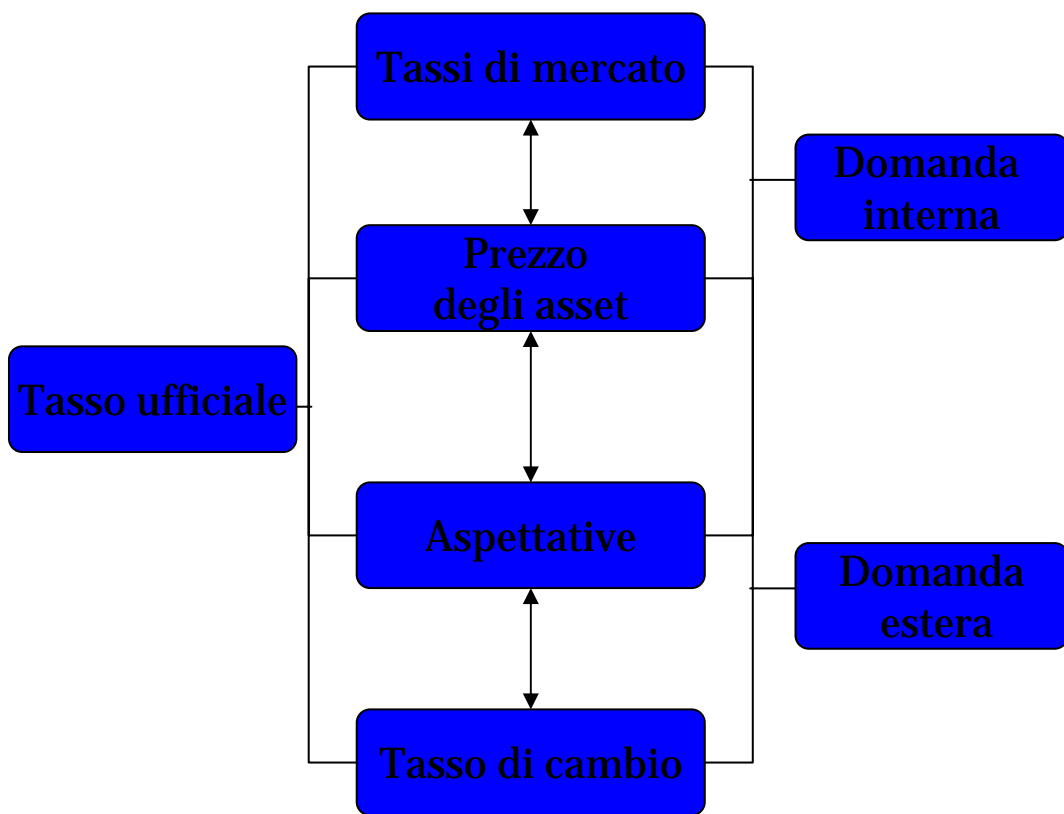


Dal tasso ufficiale ai mercati finanziari



- Cambia il tasso di interesse a breve termine. Di conseguenza, cambiano tutti i tassi a scadenza. Importanza aspettative
- Poiché il prezzo di un asset è uguale al valore attuale dei flussi futuri, anch'esso è destinato a cambiare al variare del tasso di interesse.
- Una manovra inattesa fa variare le aspettative che gli agenti hanno sulla redditività futura degli asset.
- Aumenta/diminuisce la domanda di titoli in valuta e quindi la domanda di valuta stessa. La moneta si apprezza/deprezza.

Dai mercati finanziari al mercato reale



Effetto sulle famiglie:

- Effetto ricchezza
- Effetto sui crediti/debiti
- Effetto redistributivo
- Spostamento di preferenza tra beni nazionali non

Effetti sulle imprese:

- Variazione degli investimenti
- Effetto sulle aspettative
- Effetto sul bilancio
- Effetto del tasso di cambio

Comportamento delle famiglie – Effetto ricchezza

In seguito ai movimenti dei tassi sui mercati finanziari, si modifica il valore degli assets posseduti dalle famiglie. Il consumo dipende dalla ricchezza. Un effetto ricchezza negativo(positivo) fa diminuire(aumentare) i consumi e quindi la domanda aggregata.

Comportamento delle famiglie – Effetto sui debiti/crediti

Se aumenta il tasso di interesse, aumenta anche il tasso dei prestiti nelle banche. Cambierà pertanto il ricorso da parte delle famiglie al credito al consumo, con effetti sulla domanda aggregata. Un esempio tipico è quello dei mutui sull'acquisto di una casa: all'aumentare dei tassi, aumenta anche il costo dei mutui, che diventano meno convenienti; questo provoca una diminuzione della domanda di case.

Comportamento delle famiglie – Effetto redistributivo

Un aumento del tasso di interesse ridistribuisce la ricchezza da chi presta i capitali a chi li prende in prestito, e viceversa.

Comportamento delle famiglie – Variazione del tasso di cambio

Se il tasso di cambio si apprezza in seguito all'aumento dei tassi, i beni interni diventano più costosi rispetto ai beni importati. La domanda interna si sposterà verso questi ultimi.

Comportamento delle imprese –
Variazione degli investimenti e
costo del capitale

Al variare del tasso di interesse, gli investimenti diventano più o meno convenienti per le imprese. Di conseguenza, un aumento del tasso porterà ad una diminuzione della domanda di investimenti, e viceversa.

Comportamento delle imprese –
Effetto diretto sui flussi di cassa

Aumenta il costo di prender a termine a breve termine per gestire i flussi di cassa legati all'investimento in magazzino

Comportamento delle imprese –
Balance sheet channel

Una variazione del tasso di interesse ha effetti anche sul patrimonio netto delle imprese, che dipende dal valore delle attività e passività presenti in bilancio. Un aumento del tasso di interesse fa diminuire il patrimonio netto. Questo ha un effetto negativo sulla capacità di prendere a prestito denaro della banche, che guardano alle garanzie che l'impresa è in grado di offrire.

Comportamento delle imprese – Aspettative

La politica monetaria influenza direttamente le aspettative degli individui e delle imprese sul futuro andamento dell'economia. Gli investimenti, per le loro caratteristiche, sono molto sensibili a questi fattori. Pertanto, attese negative sul futuro livello della domanda ridurranno gli investimenti, e attese positive li favoriranno.

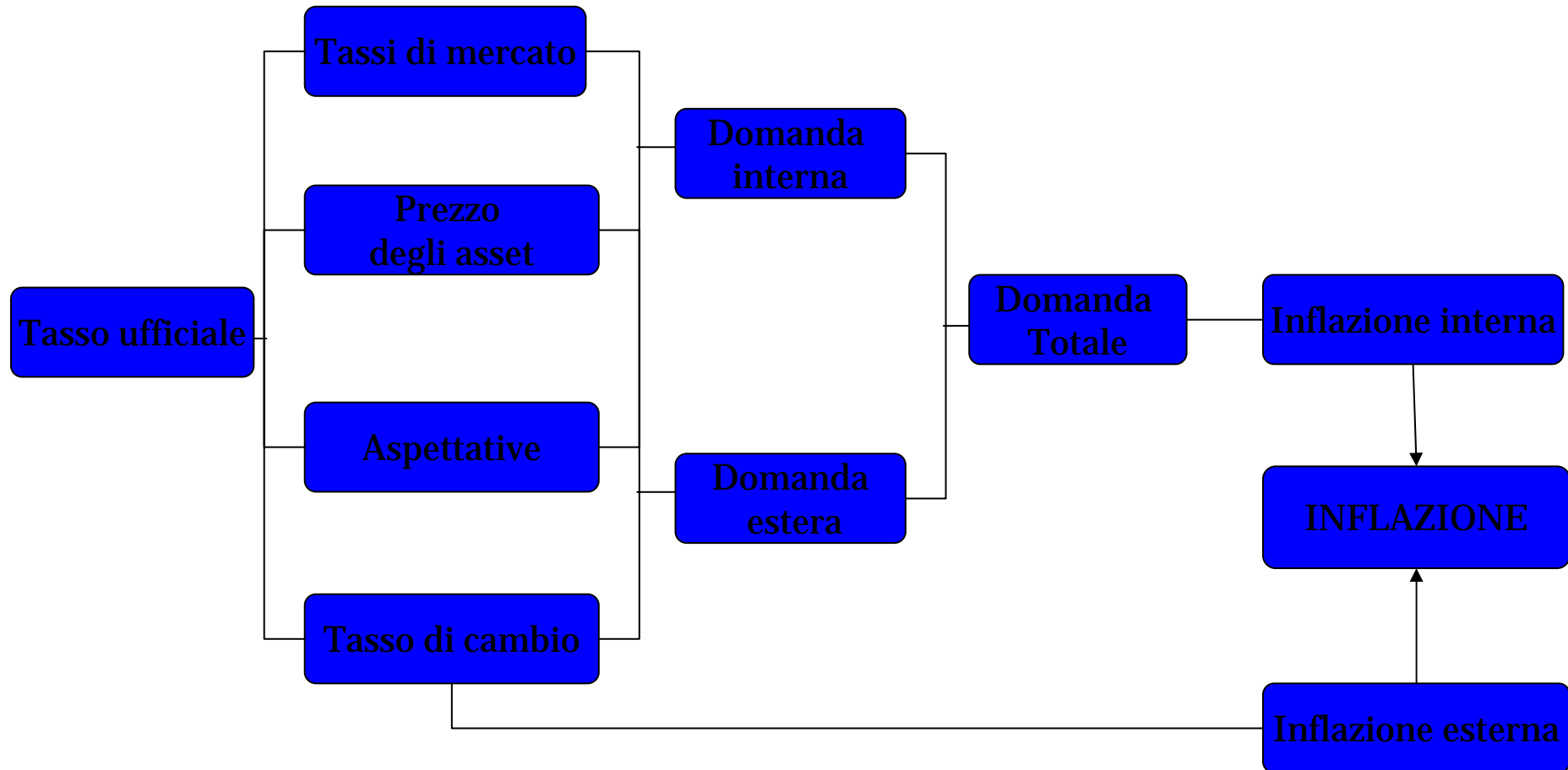
Comportamento delle imprese – Effetti del tasso di cambio

Una variazione del tasso di cambio ha effetti immediati sulle imprese importatrici ed esportatrici. I profitti si ridistribuiscono, a seguito di un movimento del tasso di cambio, tra queste due categorie. Inoltre, se un'impresa nazionale è in competizione con imprese straniere i cui costi sono espressi in altre valute, un apprezzamento (deprezzamento) della moneta ne peggiora (migliora) la competitività

Dalla domanda all'inflazione

- **La somma dell'inflazione interna, dovuta all'andamento della domanda interna ed estera, e dell'inflazione importata dovuta a variazioni del tasso di cambio che rendono più o meno costose le materie prime, determinano il grado di inflazione totale.**
-

Dalla domanda all'inflazione



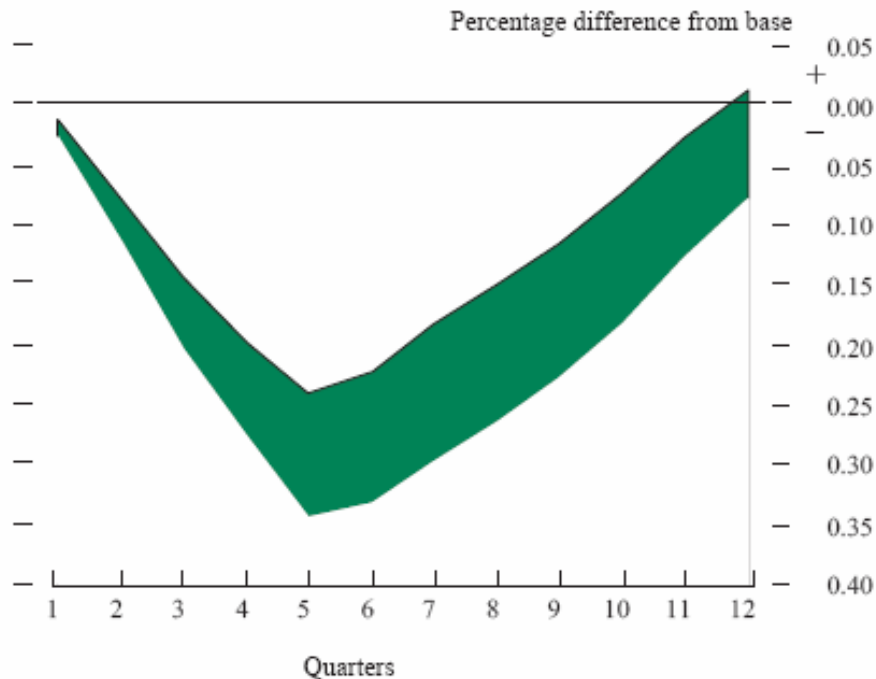
Il meccanismo di trasmissione

- **Long, variable and uncertain lags**
 - **Importanza aspettative in ogni fase del meccanismo di trasmissione => non è meccanico**
 - **Vedi ruolo assegnato alla moneta secondo la BoE => differenze BCE**
-

Evidenza empirica: gli effetti della politica monetaria sul PIL

Chart 1

Effect on real GDP, relative to base, of 100 basis point increase in the official rate maintained for one year



Note: The shaded area represents the range between the paths of two specific simulations, as explained in the text.

- Il PIL diminuisce dopo una manovra restrittiva di politica monetaria

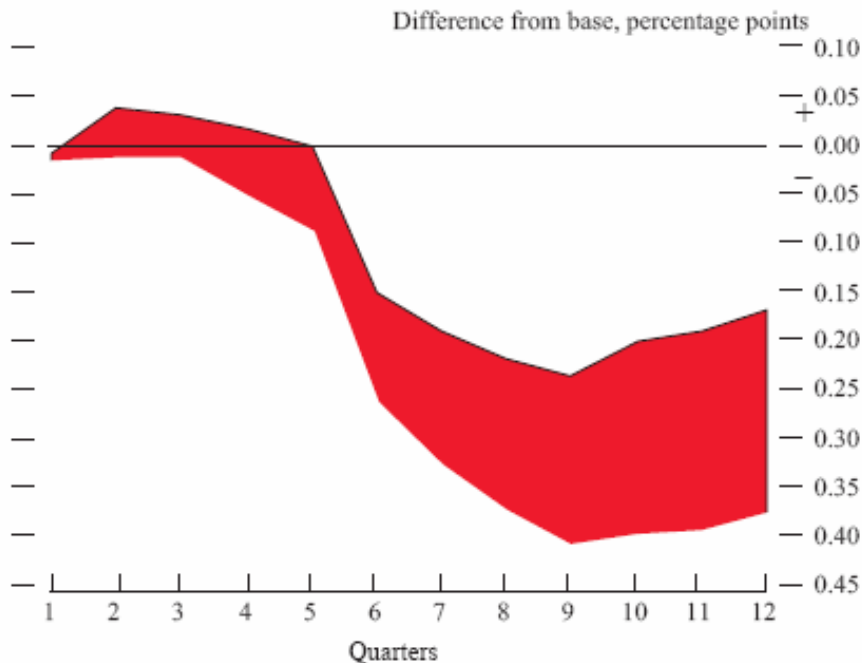
- Dopo aver raggiunto un picco negativo nel quinto trimestre, il PIL torna gradualmente al livello originario

- Notare l'incertezza = ampiezza banda

Evidenza empirica: gli effetti della politica monetaria sull'inflazione

Chart 2

Effect on inflation rate, relative to base, of 100 basis point increase in the official rate maintained for one year



Note: The shaded area represents the range between the paths of two specific simulations, as explained in the text.

- Non ci sono effetti nel primo anno
- L'inflazione diminuisce notevolmente a partire dal secondo anno
- Dopo tre anni l'inflazione non è tornata al livello di partenza anche se la politica monetaria lo ha già fatto da due anni
- **PUNTO CRUCIALE**
=> **RITARDI**

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Bollettino BCE – Luglio 2000
(Molto simile al Bollettino BoE)

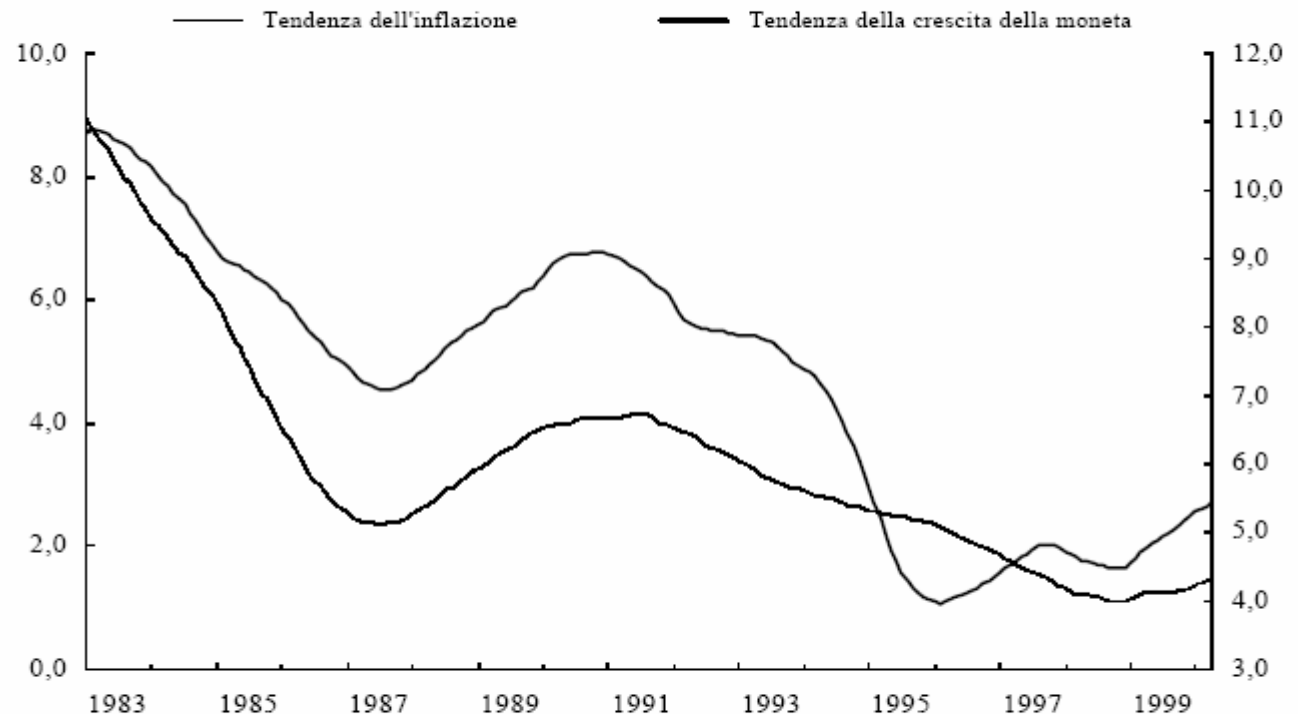
L'inflazione come fenomeno monetario

- L'evidenza disponibile suggerisce che nell'area euro esiste una funzione di domanda di moneta stabile (?! e dopo il 2001?)

Figura 1

Andamento tendenziale del tasso di crescita della moneta e dell'inflazione nell'area dell'euro

(dati mensili)



Nota: La tendenza della crescita della moneta è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi di M3. La tendenza dell'inflazione è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi dei prezzi al consumo (IPC, fino a gennaio del 1996, IACP successivamente).

L'importanza delle aspettative e di una strategia orientata alla stabilità

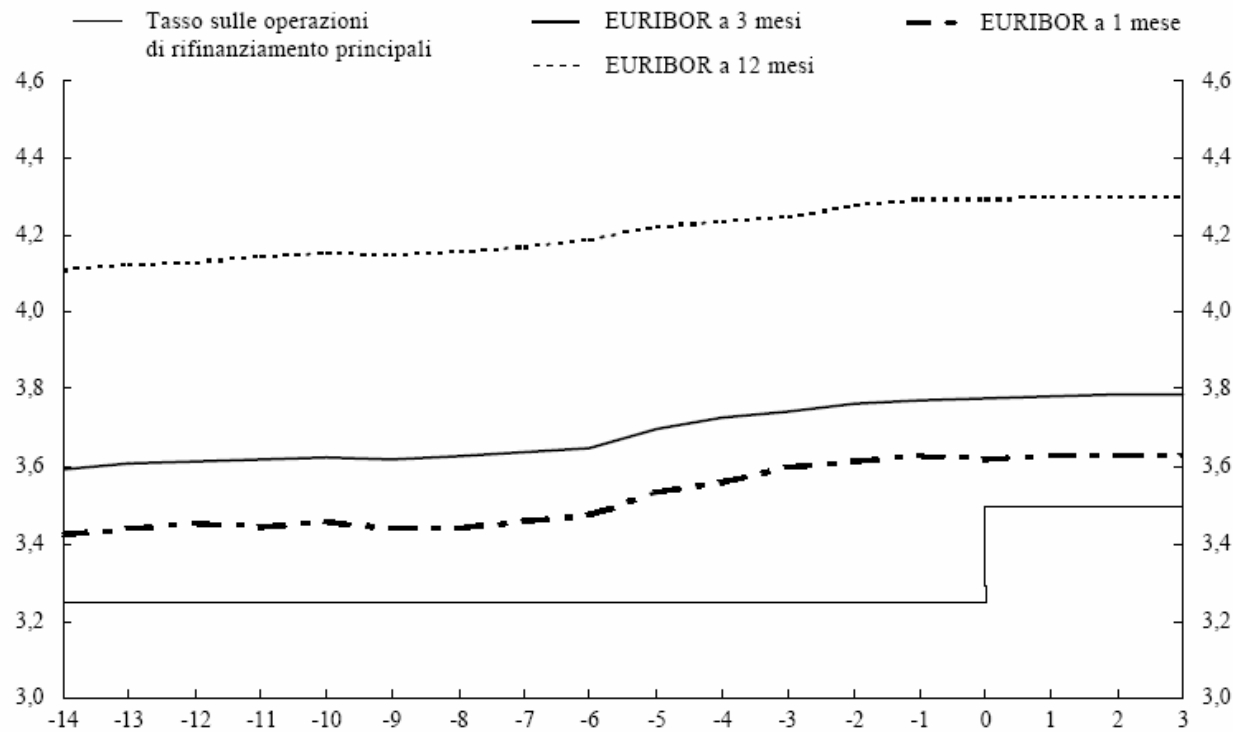
- Le aspettative sono una componente importante delle decisioni individuali => implicazioni significative per la conduzione della politica monetaria.
 - Nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, la precisa definizione di un obiettivo fisso di crescita del livello dei prezzi dei prezzi è fondamentale, perché guida le decisioni degli operatori in base ad aspettative di stabilità.
 - Gli effetti di una manovra monetaria della BCE dipendono in gran parte dal modo in cui questa influirà sulle aspettative e/o è attesa.
-

ESEMPIO: Trasmissione sui tassi: i mutamenti delle condizioni di mercato, anticipano, e non seguono, le decisioni di politica monetaria, quando queste sono ampiamente prevedibili

Figura 2

Andamento medio dei tassi d'interesse prima e dopo le decisioni della BCE

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: il giorno 0 è il giorno dell'aumento di 25 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. I tassi di interesse sono medie dei tassi rilevati da 14 giorni prima a 3 giorni dopo le decisioni di politica monetaria del 3 febbraio, 16 marzo e 27 aprile del 2000.

■ **Gli effetti sono quelli già descritti nel BBoE**

□ **Effetti di costo capitale**

- **Sono effetti sull'ammontare delle scorte o degli investimenti nel caso di imprese; sui consumi di beni durevoli nel caso delle famiglie**

□ **Effetti di reddito**

- **Una variazione dei tassi di interesse influenza il reddito da interessi percepito dai creditori. Nell'area euro, come nella maggior parte delle economie, le famiglie sono in posizione creditoria netta e le imprese in posizione debitoria netta**

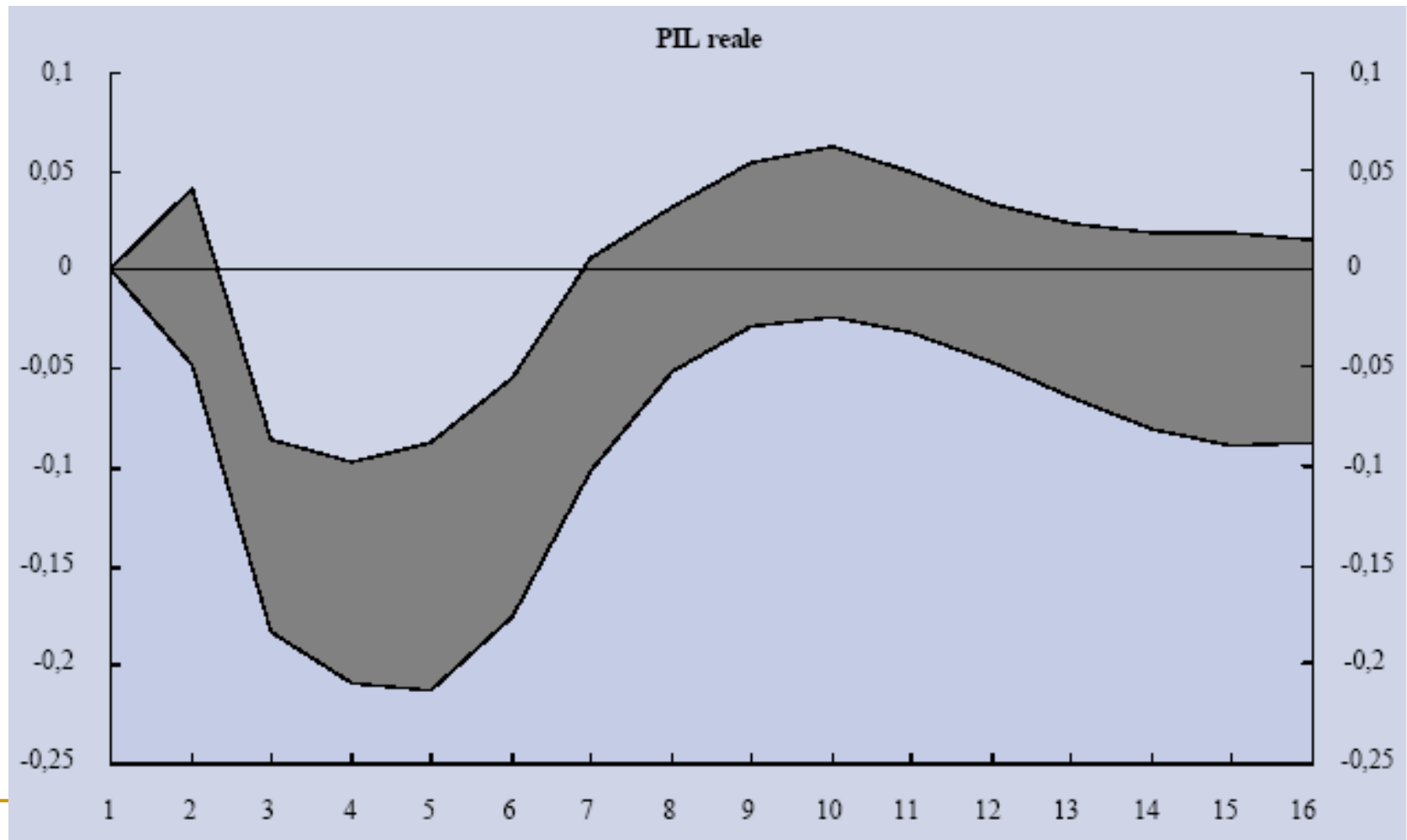
□ **Effetti di ricchezza**

- **Variazioni dei tassi influenzano il valore delle attività finanziarie e reali, esercitando un effetto diretto sui portafogli dei detentori di tali attività**

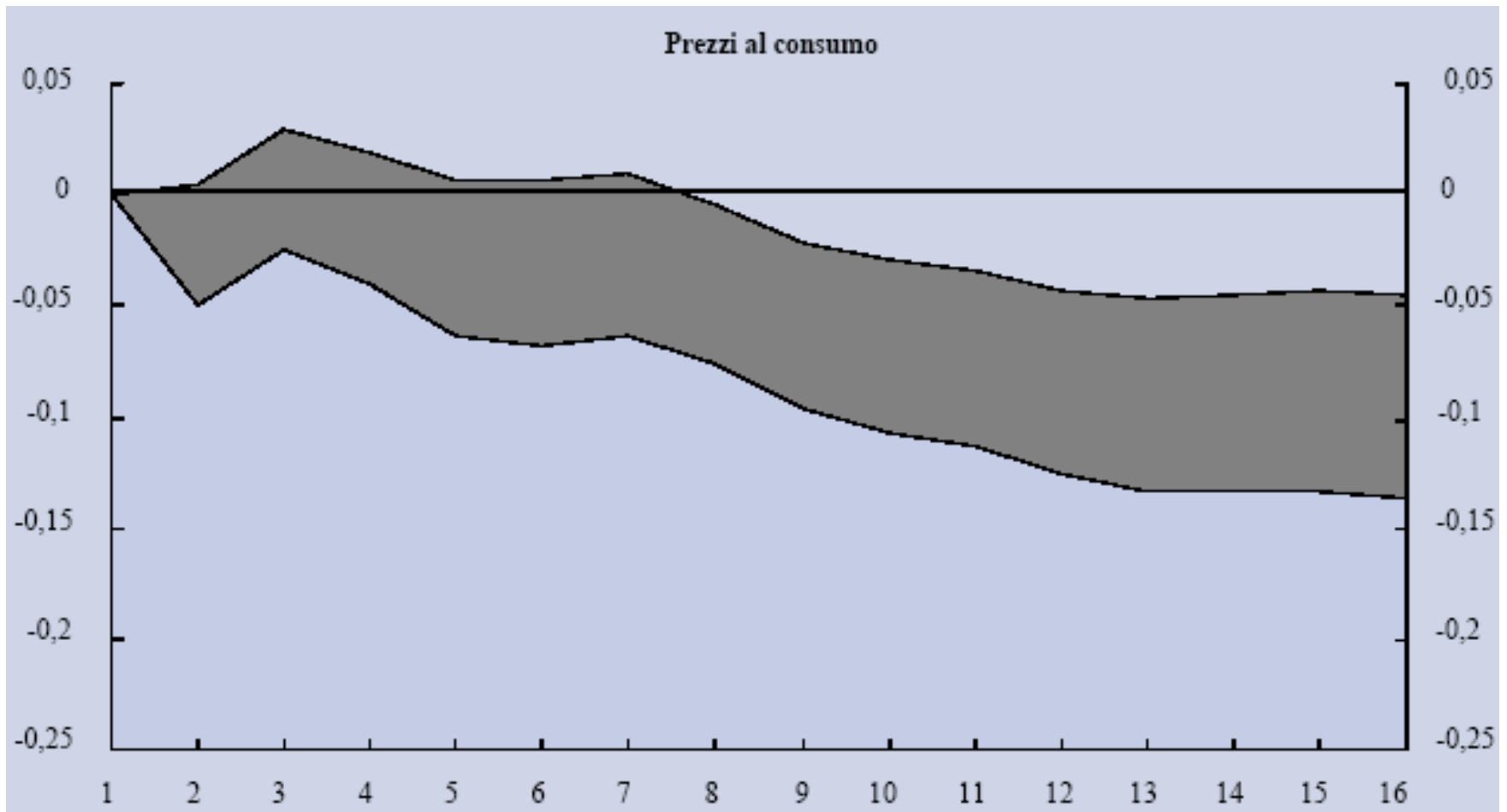
□ **Effetti del tasso di cambio**

- **Le variazioni del tasso di cambio influenzano i prezzi all'importazione e quindi il consumo dei relativi beni**

Effetti sul PIL di una manovra di politica monetaria: evidenza empirica



Effetti sui prezzi di una manovra di politica monetaria: evidenza empirica



Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Bollettino BCE – Ottobre 2002

Effetti aggregati della politica monetaria su prezzi e prodotto

- **Esiste un consenso sulla direzione degli effetti delle variazioni dei tassi di interesse. Non esiste, invece, sull'*entità* e sulla *tempistica* di tali effetti.**
 - **La BCE ha prodotto delle stime degli effetti sui prezzi, utilizzando diversi modelli e dati. I risultati sono abbastanza “robusti”, anche se permane un significativo grado di incertezza.**
-

Effetti aggregati della politica monetaria su prezzi e prodotto

Effetti simulati di un temporaneo incremento di 100 punti base (per due anni) dei tassi di interesse di riferimento.

Tavola I

Risposte a un incremento di 1 punto percentuale del tasso di interesse di riferimento dell'area dell'euro

	PIL in termini reali			Prezzi al consumo		
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 1	Anno 2	Anno 3
AWM	-0,34	-0,71	-0,71	-0,15	-0,30	-0,38
BCN	-0,22	-0,38	-0,31	-0,09	-0,21	-0,31
NiGEM	-0,34	-0,47	-0,37	-0,06	-0,10	-0,19

Fonti: Mc Adam, P. e J. Morgan, Working Paper della BCE n. 93; Van Els et al., Working Paper della BCE n. 94.

Nota: la tavola mostra le risposte del PIL reale e dei prezzi al consumo a un incremento di 100 punti base, per un periodo di due anni, del tasso di interesse di riferimento per l'area dell'euro. I dati sono espressi in deviazioni percentuali dai valori di base. Le simulazioni sono basate sul modello della BCE per l'area nel suo complesso (AWM), dei modelli macroeconomici delle singole banche centrali nazionali (BCN) e del modello multi-paese del NIESR (NiGEM).

L'effetto massimo sul prodotto reale si verifica nel secondo anno

La variazione dei prezzi è più lenta, ma progressiva

A differenza degli effetti sul prodotto, quelli sul livello dei prezzi sono duraturi

Scomposizione degli effetti sulla DA

- In una economia relativamente chiusa come l'area dell'euro, i “canali interni” (spesa per consumi e per investimenti) sono i più rilevanti.

Tavola 2

Contributi delle componenti della domanda aggregata alla variazione del PIL in seguito a un incremento del tasso di interesse di riferimento per l'area dell'euro

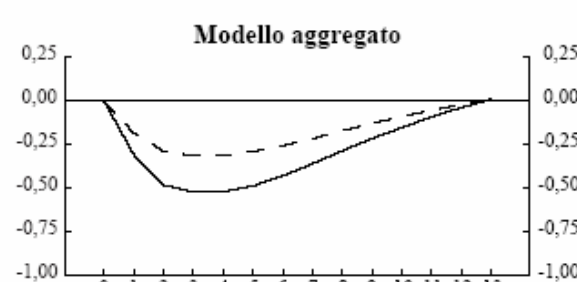
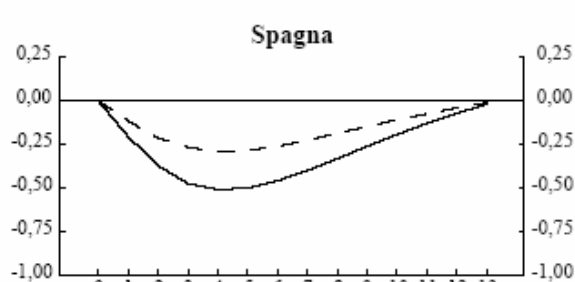
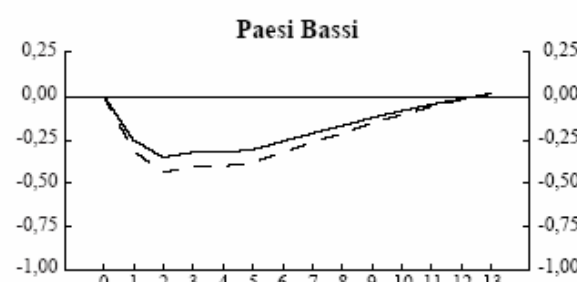
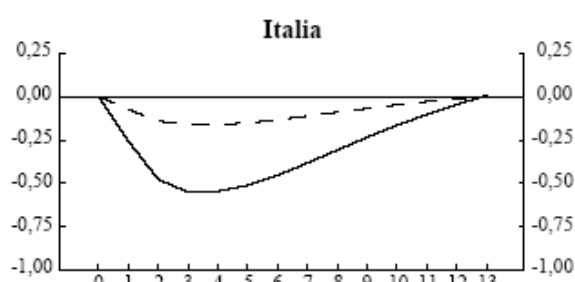
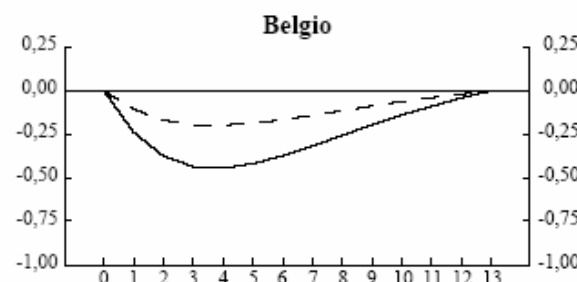
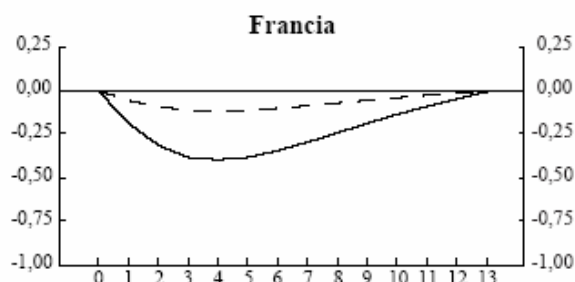
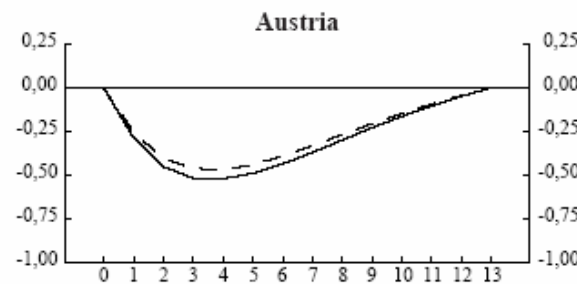
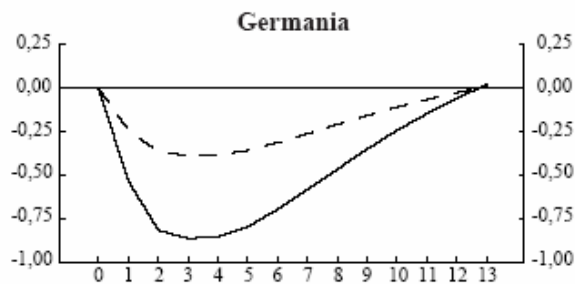
	BCN			AWM		
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Consumi	33	37	37	48	50	46
Investimenti	32	57	83	50	70	88
Altro	34	6	-20	2	-20	-34
Totale	100	100	100	100	100	100

Fonte: calcoli della BCE basati su Van Els et al., Working Paper della BCE n. 94.

Nota: la tavola mostra i contributi delle componenti della domanda aggregata alla variazione del PIL, a seguito di un incremento di 100 punti base, per un periodo di due anni, del tasso di interesse di riferimento per l'area dell'euro. I dati sono espressi come percentuale dell'effetto totale sul PIL reale. Le simulazioni sono basate sui modelli macroeconomici delle singole banche centrali nazionali (BCN) e del modello della BCE per l'area nel suo complesso (AWM).

Differenze negli effetti della politica monetaria

- **E' possibile valutare se gli effetti di variazioni della politica monetaria su prezzi e prodotto siano omogenei nel tempo**
 - **Esistono:**
 - **Differenze riferibili al ciclo economico**
 - **Differenze settoriali**
 - **Differenze tra paesi**
-



Effetti della politica monetaria sul prodotto dell'area dell'euro in periodi di espansione (linea tratteggiata) e di recessione (linea continua)

=> differenze fra paesi

Le simulazioni mostrano che la forma e la tempistica dell'effetto in condizioni di espansione e di recessione sono simili; tuttavia, l'entità massima dell'effetto è, in media, maggiore in condizioni di recessione.