

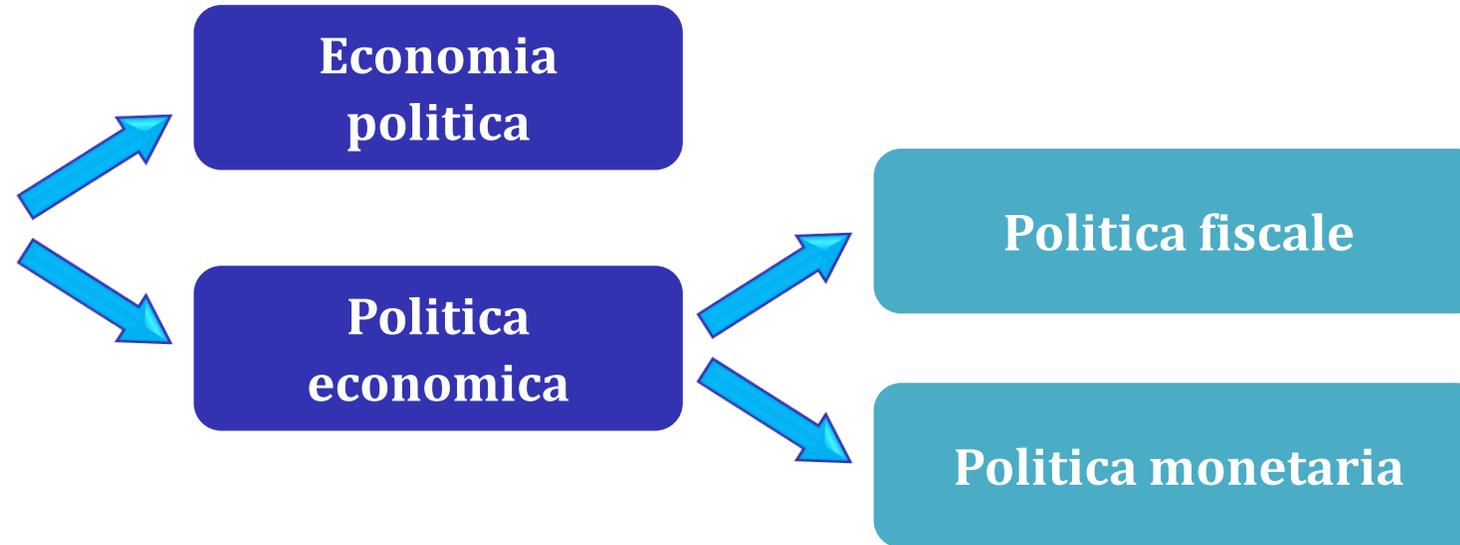
UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI TERAMO

Economia politica a.a. 2024/2025

La politica fiscale e la politica monetaria

Daria Pignalosa
e-mail: dpignalosa@unite.it

Le due più importanti forme di politica economica su cui concentrare l'attenzione sono la politica fiscale e la politica monetaria.



Vediamo prima come funziona la politica monetaria, poi vediamo le diverse visioni dell'approccio neoclassico e di quello keynesiano in merito alla politica economica e, infine, l'orientamento di politica economica adottato dall'Unione Europea.

La politica fiscale

La politica fiscale, che fa capo allo Stato, consiste nel regolare le entrate fiscali e le uscite dello Stato in trasferimenti alle famiglie e alle imprese e in spesa per l'acquisto di beni di consumo e beni di investimento (nella nostra rappresentazione un po' semplificata del sistema economico, si tratta di stabilire l'aliquota fiscale t , il livello dei trasferimenti TR e il livello della spesa pubblica G).

La politica fiscale **espansiva** consiste in un aumento della spesa pubblica o dei trasferimenti o in una riduzione del prelievo fiscale.

Se c'è capacità produttiva inutilizzata e disoccupazione, una politica fiscale espansiva provoca un aumento del reddito.

Viceversa, una politica fiscale **restrittiva**, che consiste in una diminuzione della spesa pubblica o dei trasferimenti o in un aumento del prelievo fiscale, riduce la domanda aggregata e quindi il reddito.

La politica monetaria

La politica monetaria, che fa capo alla banca centrale, consiste principalmente nel controllo del tasso di interesse. Come abbiamo visto, l'operato della banca centrale influisce anche sull'offerta di moneta, ma la quantità di moneta presente nel sistema economico è in larga parte endogena, cioè determinata dalla domanda di moneta. La banca centrale può comunque perseguire un *quantitative easing* o un *quantitative tightening*, cioè espandere o contrarre il proprio bilancio e quindi aumentare o ridurre la liquidità.

Una politica monetaria **espansiva** consiste in una riduzione del tasso di interesse (ed eventualmente in un aumento della liquidità) mentre una politica monetaria **restrittiva** consiste in un aumento del tasso di interesse (ed eventualmente in una riduzione della liquidità).

Sugli effetti della politica monetaria sul reddito (e quindi sull'occupazione) e sul livello generale dei prezzi non c'è un consenso unanime tra gli economisti.

Gli obiettivi finali della politica monetaria

Cominciamo con l'inquadrare gli **obiettivi** della banca centrale, che sono la parte più strettamente "politica" della politica monetaria, e tipicamente includono:

- la stabilità dei prezzi
- la piena occupazione
- la crescita economica

La BCE ha come obiettivo primario quello della **stabilità dei prezzi**, cioè punta a evitare deflazione e (eccessiva) inflazione. In pratica, la BCE ha tradotto il proprio obiettivo in un **tasso di inflazione annuo del 2%**. Solo a patto che sia raggiunto l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi la BCE ha libertà di sostenere gli obiettivi della crescita e dell'occupazione. Il mandato della Federal Reserve (la banca centrale americana) attribuisce invece uguale importanza alla bassa inflazione e all'alta occupazione.

*A luglio 2021 la BCE ha presentato una **revisione della propria strategia di politica monetaria** in cui l'obiettivo del 2% diventa "simmetrico". Nel sistema "asimmetrico" precedente alla revisione la BCE era più inflessibile nei riguardi di tassi di inflazione sopra al 2% (da ritenersi un "tetto"), mentre era più tollerante verso tassi al di sotto della soglia: l'inflazione doveva mantenersi al di sotto, sebbene vicina, al 2%. Con la revisione della strategia di politica monetaria, l'obiettivo rimane la stabilità dei prezzi, ma la BCE ha segnalato la propria avversione verso un'inflazione sia troppo alta che troppo bassa.*

L'obiettivo operativo della politica monetaria

La variabile su cui agisce la BCE per perseguire il suo obiettivo (cioè la stabilità dei prezzi) è il **tasso di interesse**.

Ogni sei settimane, il Consiglio direttivo della BCE prende la sua decisione di politica monetaria, cioè, in pratica, decide se aumentare (**politica monetaria restrittiva**), lasciare invariato o diminuire (**politica monetaria espansiva**) il tasso di interesse.

Quando in un Paese aumenta il tasso di interesse:

- il credito al consumo e i mutui sull'acquisto di abitazioni delle **famiglie** diventano più costosi
- i prestiti che le **imprese** chiedono per effettuare i loro investimenti diventano più costosi
- il servizio del debito aumenta (cioè lo **Stato** deve pagare interessi più alti sul debito pubblico)
- gli investimenti finanziari diventano relativamente più convenienti che in altri Paesi e l'aumento della domanda di attività finanziarie tende a far apprezzare la **valuta**.

Il tasso di interesse è considerato la variabile monetaria chiave per la politica economica in quanto influenza le decisioni di spesa delle famiglie, dei governi (e, secondo la teoria neoclassica, anche delle imprese). Il tasso di interesse nazionale influenza anche il tasso di cambio, che a sua volta influenza il commercio estero.

L'obiettivo operativo della politica monetaria

L'idea alla base del funzionamento della politica monetaria è che quando si abbassa il tasso di interesse (politica espansiva) c'è un aumento della **domanda aggregata** e ciò stimola l'inflazione, mentre quando si alza il tasso di interesse (politica restrittiva) c'è una riduzione della domanda aggregata e ciò frena l'inflazione.

Nell'economia ci sono tanti tassi di interesse diversi. La politica monetaria si pone come obiettivo quello di influenzare un particolare tasso di interesse a breve termine, quello con cui le banche commerciali scambiano fra loro le riserve bancarie: il tasso di interesse interbancario.

Il tasso interbancario è l'architrave di tutti i tassi di interesse dell'economia quindi, influenzando il tasso interbancario, il tasso di interesse deciso dalla BCE influenza i tassi praticati dalle banche commerciali nel concedere credito a famiglie e imprese.

La politica monetaria fa leva sulla **necessità di riserve da parte delle banche**: la banca centrale soddisfa pienamente questa necessità, fissandone però il prezzo. Il tasso di interesse fissato dalla BCE è infatti il tasso di interesse che essa applica alle banche quando concede loro riserve.

Il prezzo che le banche sostengono per procurarsi le riserve presso la BCE influenza il tasso a cui le banche si scambiano le riserve tra di loro, cioè il tasso interbancario.

L'endogeneità della moneta

Come abbiamo visto, le **riserve** svolgono un ruolo essenziale nel sistema dei pagamenti e sono necessarie alle banche per assolvere all'obbligo di riserva. Il ruolo di **monopolista nella creazione di riserve bancarie** pone la banca centrale nella posizione di poterne fissare il prezzo, un tasso di interesse che influenza tutto il sistema dei tassi dell'economia.

In pratica, la banca centrale ha come obiettivo un **tasso di interesse a breve** che, influenzando tutta la gamma dei **tassi a più lungo termine**, contribuisce a determinare (con dei ritardi temporali e con ampi margini di imprevedibilità) una data **domanda di credito e quindi di riserve** da parte dell'economia; al tasso da lei fissato, la banca centrale si impegna a fornire all'economia tutta la liquidità (riserve) richiesta.

La quantità di moneta creata dalla BCE è endogena (l'offerta di moneta si adegua alla domanda di moneta): dato il tasso di interesse deciso dalla BCE, sarà la domanda di credito da parte del sistema economico a determinare l'ammontare di riserve di cui le banche hanno bisogno e quindi l'ammontare di riserve creato.

- Il tasso deciso dalla BCE influenza i tassi praticati dalle banche nel concedere credito alla clientela.
- Dati i tassi prevalenti, famiglie e imprese decidono la quantità di credito domandata.
- La quantità di credito erogata determina l'ammontare di riserve che le banche richiedono alla BCE.
- La BCE soddisfa pienamente la richiesta di riserve da parte delle banche.

Gli strumenti operativi della politica monetaria

I canali attraverso i quali la banca centrale regola la disponibilità di riserve e influenza il tasso di interesse interbancario sono le operazioni di politica monetaria, cioè gli **strumenti operativi** della politica monetaria. Si tratta di operazioni di mercato aperto e di operazioni su iniziativa delle controparti che hanno l'effetto di creare o di assorbire liquidità.

Le **operazioni di mercato aperto** sono operazioni condotte su iniziativa della banca centrale. Si suddividono in convenzionali (quelle effettuate normalmente) e non-convenzionali (effettuate ad esempio durante la pandemia). Ci sono varie operazioni di mercato aperto che si differenziano per finalità e durata ma a noi interessano quelle più importanti che sono le operazioni di rifinanziamento principali.

Le **operazioni su iniziativa delle controparti** sono attivate dalle banche commerciali (che sono appunto le controparti della banca centrale) quando si trovano in eccesso o in deficit di liquidità.

Sono il rifinanziamento marginale e il deposito marginale.

La BCE fissa i tassi di interesse su queste tre operazioni:

- Operazioni di rifinanziamento principali
- Rifinanziamento marginale
- Deposito marginale

e in tal modo influenza il tasso sul mercato interbancario.

Gli strumenti operativi della politica monetaria

Operazioni di mercato aperto			
	Scadenza	Frequenza	Convenzionali
Operazioni di rifinanziamento principali	Una settimana	Settimanale	C
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Tre mesi (normalmente)	Mensile (normalmente)	C / NC
Operazioni di regolazione puntuale	Non standardizzata	Irregolare	NC
Operazioni strutturali	Standardizzate e non	Regolari e non regolari	NC
Operazioni su iniziativa delle controparti			
	Scadenza	Frequenza	Convenzionali
Rifinanziamento marginale	Overnight	A discrezione delle controparti	C
Deposito marginale	Overnight	A discrezione delle controparti	C

Gli strumenti operativi della politica monetaria

- **Operazioni di rifinanziamento principali** (*Main refinancing operations*)

Sono operazioni regolari di immissione di liquidità con frequenza settimanale, condotte secondo un calendario prestabilito. Grazie a queste operazioni le banche commerciali possono partecipare ad un'asta per ottenere liquidità dalla banca centrale, pagando il tasso stabilito. La banca centrale acquisisce titoli in garanzia della liquidità creata, riassorbendo questa liquidità e restituendo i titoli dopo una settimana.

- **Rifinanziamento marginale** anche detto **prestito marginale** (*Marginal lending facility*)

Sono operazioni di durata overnight (overnight significa che lo scambio di fondi è effettuato nella giornata di negoziazione con rientro nella giornata lavorativa successiva) che consentono alle banche di ottenere prestiti dalla banca centrale per compensare i propri squilibri di liquidità in difetto al termine della giornata operativa.

- **Deposito marginale** (*Deposit facility*)

Sono operazioni di durata overnight che consentono alle banche di depositare riserve presso la banca centrale per compensare i propri squilibri di liquidità in eccesso al termine della giornata operativa.

Gli strumenti operativi della politica monetaria

In tempi normali le **operazioni di rifinanziamento principali (MRO)** sono lo strumento principale con cui la BCE crea riserve a favore delle banche. La BCE mette a disposizione quantità illimitate di riserve prestate per una settimana al tasso di interesse da lei fissato contro la cessione temporanea da parte delle banche di titoli che fungono da collaterale (le banche devono fornire attività a garanzia dei prestiti così la BCE può recuperare i fondi concessi anche se le banche non dovessero provvedere al rimborso). Alla fine della settimana le banche prendono indietro i titoli e restituiscono la liquidità. Sono condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti, cioè la BCE fissa il prezzo delle riserve, mentre la quantità è decisa dalle banche commerciali. Le MRO sono svolte dalla BCE attraverso le banche centrali nazionali dei Paesi dell'eurozona, che rappresentano dunque i suoi bracci operativi.

Il tasso a cui la BCE assegna le riserve tramite le MRO è il suo tasso obiettivo: se per esempio la BCE fissa il tasso sulle MRO al 3% vuol dire che mira a far sì che il tasso interbancario si stabilisca al 3%. Se nell'intervallo tra una MRO e la successiva una banca si trova in deficit di riserve, essa può ricorrere al **refinanziamento marginale**, ottenendo un prestito overnight a un tasso di interesse normalmente superiore a quello sulle MRO. Una banca che invece si trovi in eccesso di riserve può ricorrere al **deposito marginale**, depositandovi l'eccesso di liquidità a un tasso inferiore a quello sulle MRO.

Le banche ordinarie hanno accesso a due fonti di finanziamento:

- una standard (**operazioni di rifinanziamento principali**) con cui ricevono riserve al tasso obiettivo della BCE
- una di emergenza (**prestito marginale**) con cui ricevono riserve a un tasso un po' più alto

Le banche ordinarie depositano la liquidità in due conti:

- in un conto tengono le **riserve obbligatorie**
- in un conto tengono l'eccesso di riserve (**deposito marginale**), che normalmente è remunerato a un tasso più basso rispetto alle riserve obbligatorie

[Tassi ufficiali delle operazioni dell'Eurosistema](#)

[Cos'è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali?](#)

[Cos'è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale?](#)

[Cos'è il tasso sui depositi presso la banca centrale?](#)

Il corridoio dei tassi

Il modo in cui la banca centrale ottiene che il tasso di interesse da lei fissato prevalga effettivamente nel mercato interbancario passa attraverso il cosiddetto “corridoio dei tassi”.

Il tasso sulle MRO è il tasso obiettivo (*tasso di policy*) della BCE. Questo tasso di interesse si impone nel mercato interbancario perché i tassi sul prestito marginale sul deposito marginale costituiscono un soffitto e un pavimento alle oscillazioni del tasso di interesse interbancario.

Soffitto: Purché il tasso interbancario sia inferiore a quello sul prestito marginale le banche in difetto di liquidità la richiederanno nel mercato interbancario. Se il tasso interbancario fosse superiore a quello sul prestito marginale, alle banche in difetto di riserve converrebbe ricorrere a quest'ultimo, sul mercato interbancario si creerebbe un eccesso di offerta, che farebbe scendere il tasso interbancario.

Pavimento: Purché il tasso interbancario sia superiore a quello sul deposito marginale le banche in eccesso di liquidità la offriranno nel mercato interbancario. Se il tasso interbancario fosse inferiore a quello sul deposito marginale, alle banche in eccesso di riserve converrebbe ricorrere a quest'ultimo, sul mercato interbancario si creerebbe un eccesso di domanda, che farebbe salire il tasso interbancario.

Quando ogni 6 settimane la BCE annuncia il tasso obiettivo, annuncia anche gli altri due tassi, in genere simmetrici. Attualmente i tassi sono 2,25% (deposito marginale), 2,40% (MRO) e 2,65% (prestito marginale).

I moderni economisti keynesiani (o post-keynesiani) sono i principali sostenitori della [teoria della moneta endogena](#).

Tuttavia questa teoria è adottata anche da molti economisti neoclassici, sebbene una buona parte di essi si affidi ancora alla teoria della moneta esogena.

Sia gli economisti ortodossi (cioè neoclassici) sia quelli eterodossi (cioè keynesiani) possono quindi sostenere la teoria della moneta endogena.

La differenza fra le due scuole non risiede infatti nell'endogeneità della moneta e nell'illustrazione del funzionamento della politica monetaria, su cui possono concordare.

Il disaccordo tra i due approcci teorici riguarda gli obiettivi e i canali di trasmissione della politica monetaria.

La visione neoclassica

Secondo la teoria neoclassica il sistema economico tende spontaneamente verso un livello di reddito tale da assicurare la piena occupazione. Come abbiamo visto, nel **mercato del lavoro** la concorrenza spinge il saggio del salario verso il livello che garantisce l'uguaglianza tra domanda e offerta di lavoro e nel **mercato risparmi-investimenti** la concorrenza spinge il tasso di interesse verso il livello che garantisce l'uguaglianza tra domanda di investimenti e offerta di risparmi.

In base alla teoria neoclassica, quindi, la moneta non esercita alcuna influenza diretta sui valori di equilibrio delle variabili "reali", cioè produzione, occupazione, distribuzione del reddito (si parla quindi di "**neutralità della moneta**" oppure si dice che la moneta costituisce un semplice "**velo**"). Le variabili reali sono determinate dalle preferenze dei consumatori, dalle condizioni tecniche di produzione e dalle quantità di fattori produttivi disponibili nell'economia cioè dalle circostanze che determinano domanda e offerta dei fattori produttivi e dei beni. L'offerta di moneta influisce soltanto sul **livello generale dei prezzi**. (Una formulazione analitica di questa tesi è offerta dalla *teoria quantitativa della moneta*, secondo cui il livello generale dei prezzi dipende proprio dalla quantità di moneta in circolazione.)

Ci sono teorie che affermano l'influenza delle vicende monetarie sul reddito e sull'occupazione anche all'interno dell'approccio neoclassico, ma comunque gli effetti reali sono confinati al breve periodo.

La visione neoclassica

Per quanto riguarda gli **obiettivi** della politica monetaria, secondo la teoria neoclassica la banca centrale non può fare di più che combattere l'**inflazione**, e non deve quindi darsi degli obiettivi in termini di **occupazione** e **crescita economica**.

La teoria neoclassica prevede la “*monetary governance*”, cioè la politica economica dominata dalla priorità assegnata alla banca centrale di stabilizzare i prezzi.

Per gli economisti neoclassici esiste un “**tasso di interesse naturale**” al quale l’economia è in piena occupazione, cioè esiste un (singolo) livello del tasso di interesse in grado di portare gli investimenti in equilibrio con i risparmi corrispondenti al pieno impiego.

Il ruolo della politica monetaria è quindi quello di fissare il tasso di interesse al livello di quello “naturale” e, se si osserva un’instabilità dei prezzi, questa segnala la discrepanza del tasso di interesse dal livello naturale (la deflazione indica che il tasso di interesse fissato dalla banca centrale è troppo alto e l’inflazione indica che il tasso di interesse è troppo basso).

La visione neoclassica

Anche gli economisti neoclassici ritengono che un minimo di inflazione sia salutare, tipicamente il 2%.

Per *inflation targeting* si intende una strategia basata sull'annuncio da parte della banca centrale di un profilo desiderato per l'inflazione futura (come appunto il 2%).

L'obiettivo di crescita (moderata) dei prezzi è annunciato in maniera chiara e visibile agli operatori. In tal modo tutti gli operatori adegueranno le proprie aspettative e quindi le proprie decisioni di prezzo a questo tasso di inflazione. Se l'inflazione è superiore a quella obiettivo la banca centrale interviene alzando i tassi di interesse.

L'*inflation targeting* presuppone che, sebbene nel breve periodo una politica monetaria restrittiva (anti-inflazionistica) determini una diminuzione del reddito, quando le aspettative degli operatori circa il tasso di inflazione si saranno adeguate al tasso obiettivo della banca centrale l'economia ritornerà sul suo sentiero di crescita normale, cioè al pieno impiego.

La visione keynesiana

Come abbiamo visto, in base alla teoria keynesiana non c'è motivo di aspettarsi che il livello del reddito che garantisce l'equilibrio tra domanda aggregata e offerta aggregata consenta la piena occupazione della forza lavoro.

Ciò implica che **le variabili monetarie possano influire sui valori di equilibrio delle variabili reali** e costituiscano quindi uno strumento utile per combattere la disoccupazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva disponibile.

La politica monetaria ha effetti reali sia nel breve che nel lungo periodo in quanto influenza la domanda aggregata che a sua volta determina i livelli di produzione e occupazione.

I tassi di interesse influenzano la spesa delle famiglie finanziata dal credito al consumo. Inoltre la politica monetaria influenza la politica fiscale perché rende per lo Stato più o meno costoso l'indebitamento e dunque condiziona la spesa in consumi e investimenti pubblici.

In questo senso si dice che **la politica monetaria è ancella della politica fiscale**.

Questa subordinazione è definita "*fiscal dominance*" (in opposizione alla "*monetary governance*" prevista dalla teoria neoclassica).

La visione keynesiana

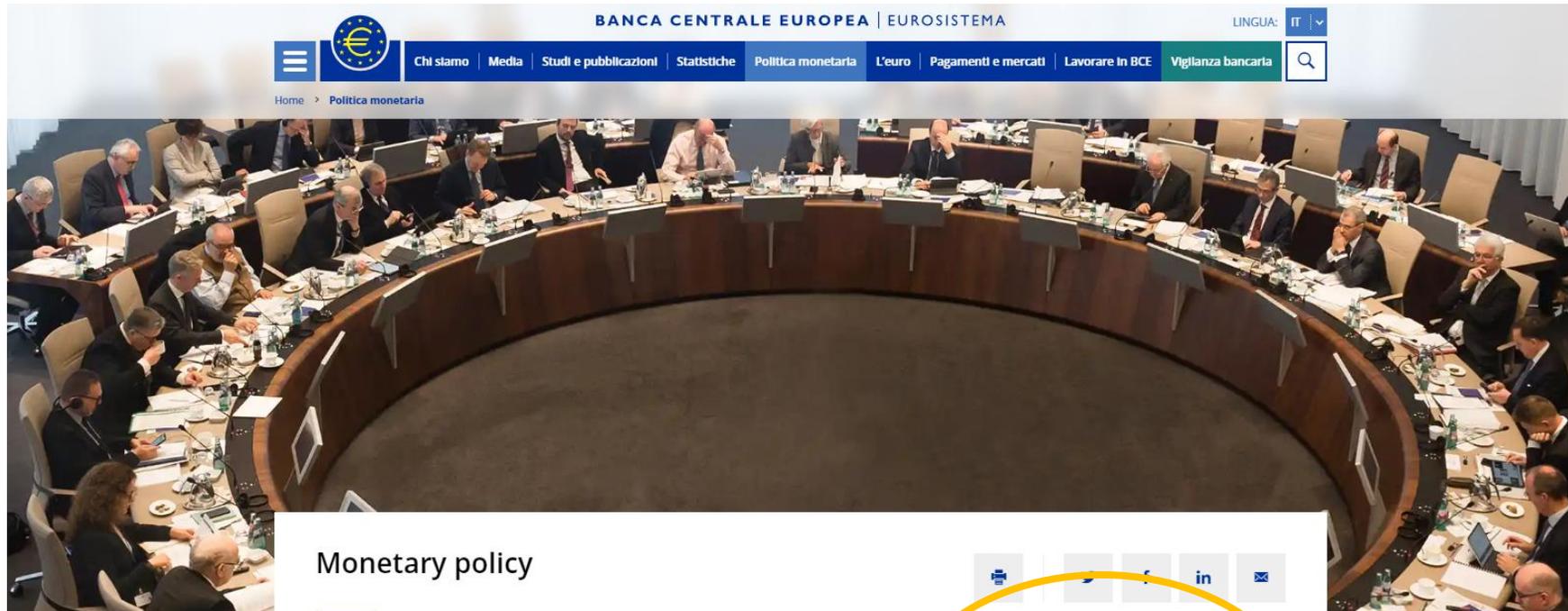
Mentre la teoria neoclassica prevede l'esistenza di un singolo livello del tasso di interesse in grado di portare gli investimenti in equilibrio con il volume di risparmi corrispondente al pieno impiego, per gli economisti keynesiani la piena occupazione può essere realizzata a qualunque tasso di interesse, perché è attraverso una crescita della domanda aggregata che si può raggiungere il livello di reddito compatibile con il pieno utilizzo delle risorse produttive.

Per quanto riguarda gli **obiettivi della politica monetaria**, dunque, in base alla teoria keynesiana essa dovrebbe avere come obiettivo non solo quello di combattere l'inflazione ma anche quello di combattere la **disoccupazione**.

La teoria keynesiana, pur considerando fondamentale il ruolo della spesa pubblica (e quindi della politica fiscale), assegna un ruolo espansivo anche alla politica monetaria.

La politica monetaria nell'UE

La politica monetaria della BCE è ispirata alla visione neoclassica secondo cui l'obiettivo della politica monetaria deve essere quello di evitare una eccessiva inflazione.



Monetary policy

Il nostro obiettivo principale è mantenere stabili i prezzi. Lavoriamo al servizio dei cittadini dell'area dell'euro per preservare il valore della moneta unica. Questa sezione spiega la nostra strategia di politica monetaria, gli strumenti che utilizziamo e l'impatto sulla tua vita quotidiana.

Mantenere stabili i prezzi è il massimo che la politica monetaria può fare per la crescita economica

[Link alla pagina del sito BCE che descrive obiettivi e funzionamento della politica monetaria](#)

Come abbiamo detto, l'obiettivo della BCE è la stabilità dei prezzi. In particolare, la BCE punta a un tasso di inflazione del 2%. Solo a patto che sia raggiunto l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi la BCE ha libertà di sostenere gli obiettivi della crescita e dell'occupazione.

L'accentuata avversione verso l'inflazione da parte della BCE (solo leggermente smorzata con la revisione della propria strategia di politica monetaria nel 2021) è frutto dell'impostazione teorica neoclassica alla base della politica monetaria europea. È infatti la teoria neoclassica che enfatizza le conseguenze negative dell'inflazione, mentre la teoria keynesiana mette l'accento sull'importanza di perseguire il pieno impiego come obiettivo prioritario rispetto alla stabilità dei prezzi.

È prettamente neoclassica anche l'idea secondo cui la politica monetaria non possa contribuire, insieme alla politica fiscale, a sostenere i livelli occupazionali.

Nell'ultimo decennio la politica monetaria della BCE è stata molto **espansiva** per rispondere prima alla crisi dei debiti sovrani in Europa e poi alla crisi innescata dalla pandemia.

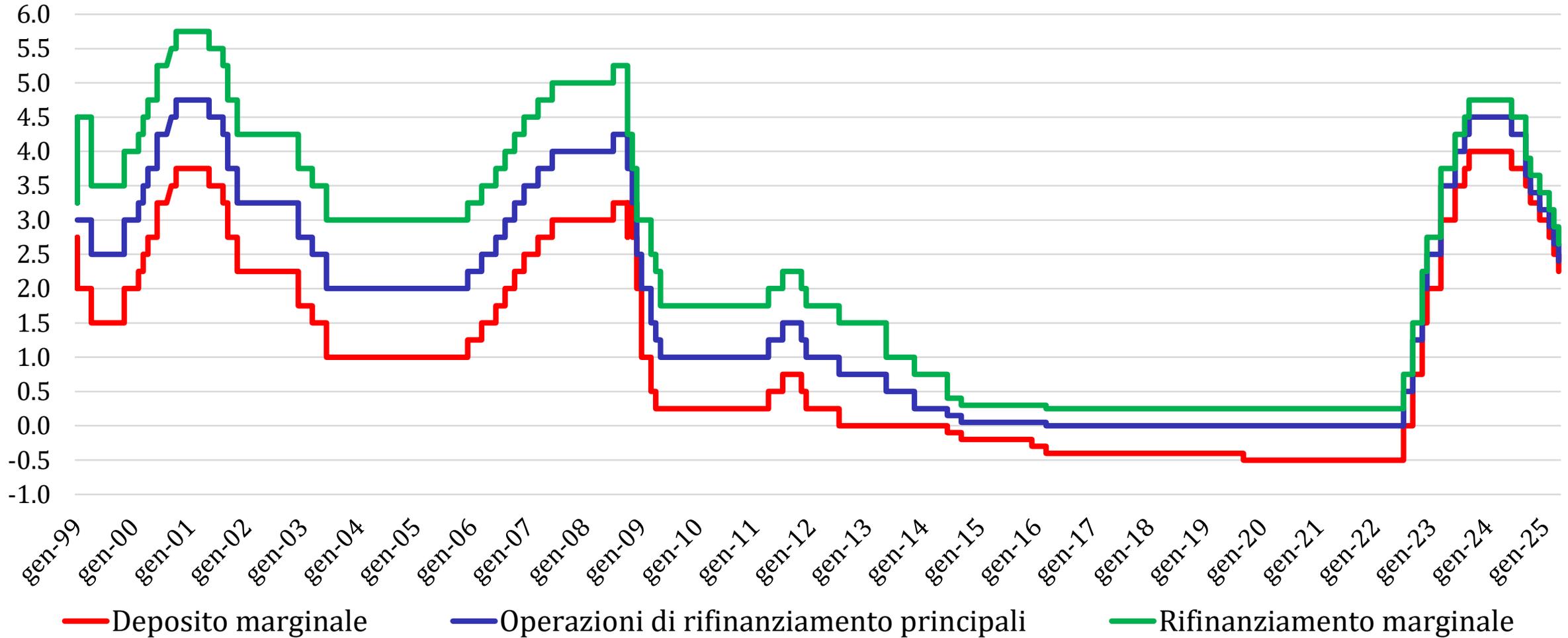
I tassi fissati dalla BCE sono stati eccezionalmente bassi al fine di stimolare l'economia e riportare il tasso di inflazione, per anni troppo basso, all'obiettivo del 2%.

Per questo arco di tempo, la BCE ha condotto una politica monetaria «non convenzionale». Il tasso di policy della BCE è stato addirittura negativo sin dal 2014. (In questo contesto, il tasso di policy della BCE non è, come in tempi normali, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali ma il tasso sulle operazioni di deposito marginale, cioè il «pavimento» del corridoio dei tassi).

Dopo un decennio abbondante durante il quale il problema è stato quello di evitare la deflazione, a partire dalla fine del 2021 si sono manifestate delle spinte inflazionistiche, accentuatesi nel corso del 2022 a seguito dell'impennata dei prezzi dell'energia.

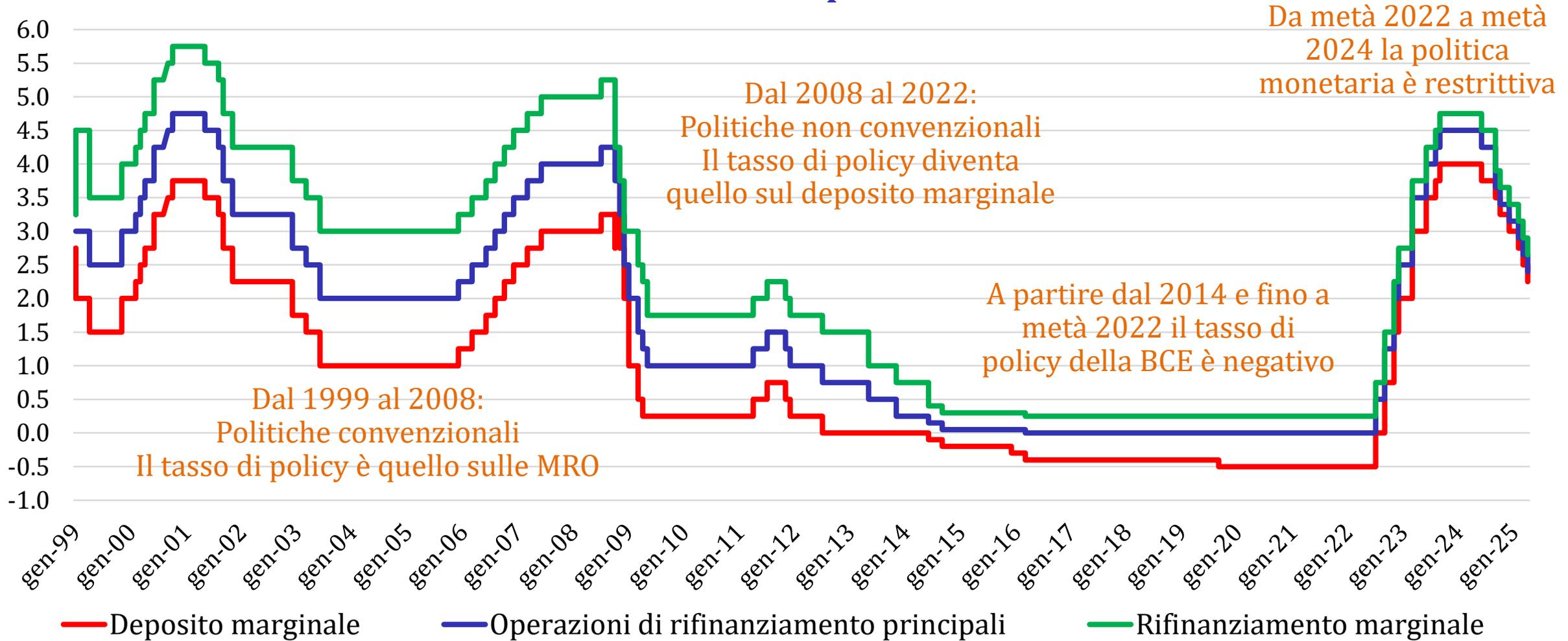
La BCE ha allora cambiato l'orientamento della politica monetaria, adottando misure **restrittive**: a partire da luglio 2022 ci sono stati 8 aumenti consecutivi dei tassi di interesse. Soltanto a ottobre 2023 la BCE ha sospeso il rialzo dei tassi e da allora fino a giugno 2024 il tasso sulle MRO è stato pari al 4,5%. In seguito al calo dell'inflazione e al peggioramento delle prospettive di crescita la BCE ha poi avviato un percorso di progressiva riduzione dei tassi e attualmente il tasso sulle MRO è pari al 2,4%.

Tassi di interesse ufficiali dell'Eurosistema Gennaio 1999 – Aprile 2025



Fonte: Banca d'Italia, disponibile [qui](#). I tassi di interesse ufficiali sono disponibili anche sul sito della BCE [qui](#)

Tassi di interesse ufficiali dell'Eurosistema Gennaio 1999 – Aprile 2025



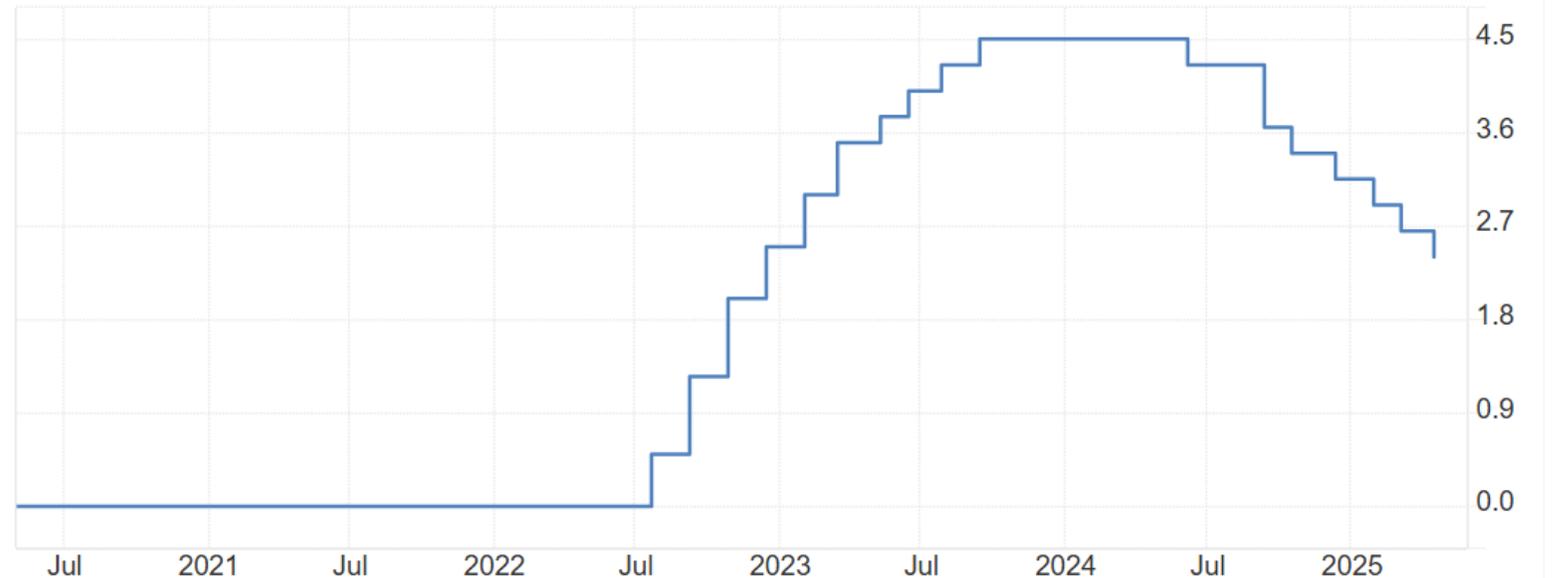
Fonte: Banca d'Italia, disponibile [qui](#). I tassi di interesse ufficiali sono disponibili anche sul sito della BCE [qui](#)

La politica monetaria nell'UE

**Tasso di inflazione
nell'area euro
Aprile 2021- Aprile 2025**



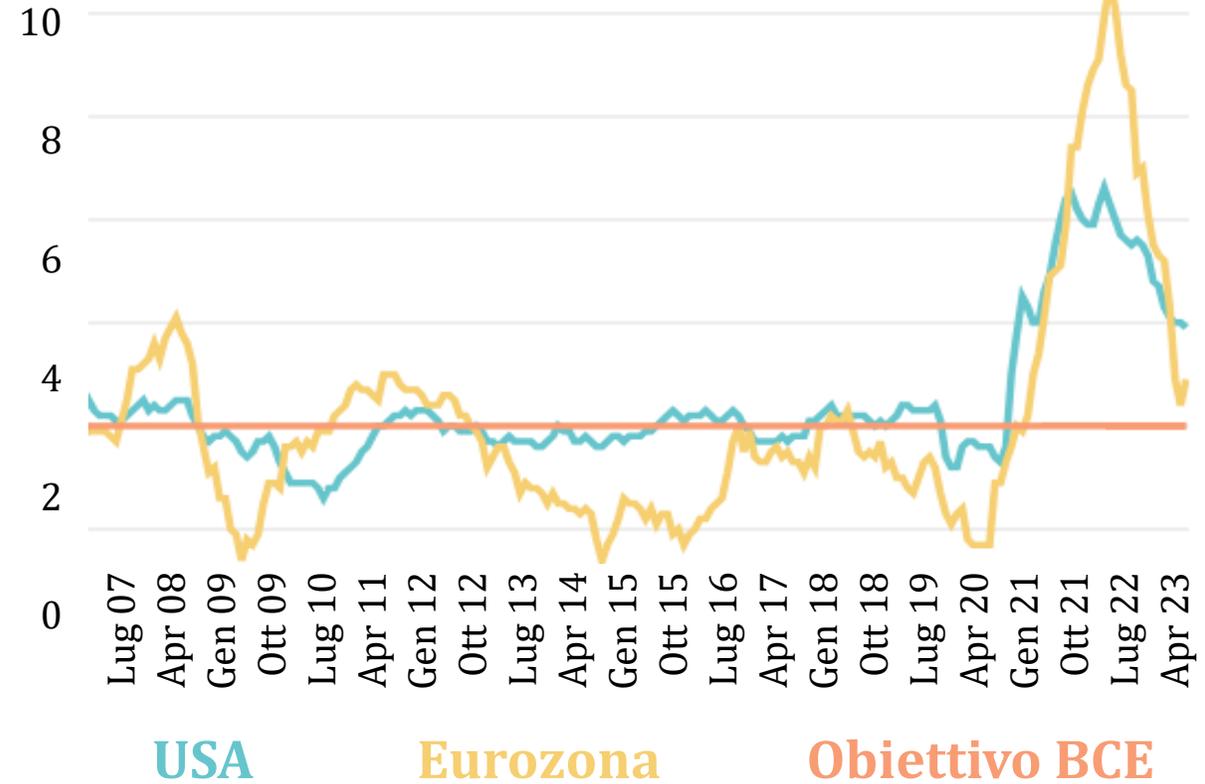
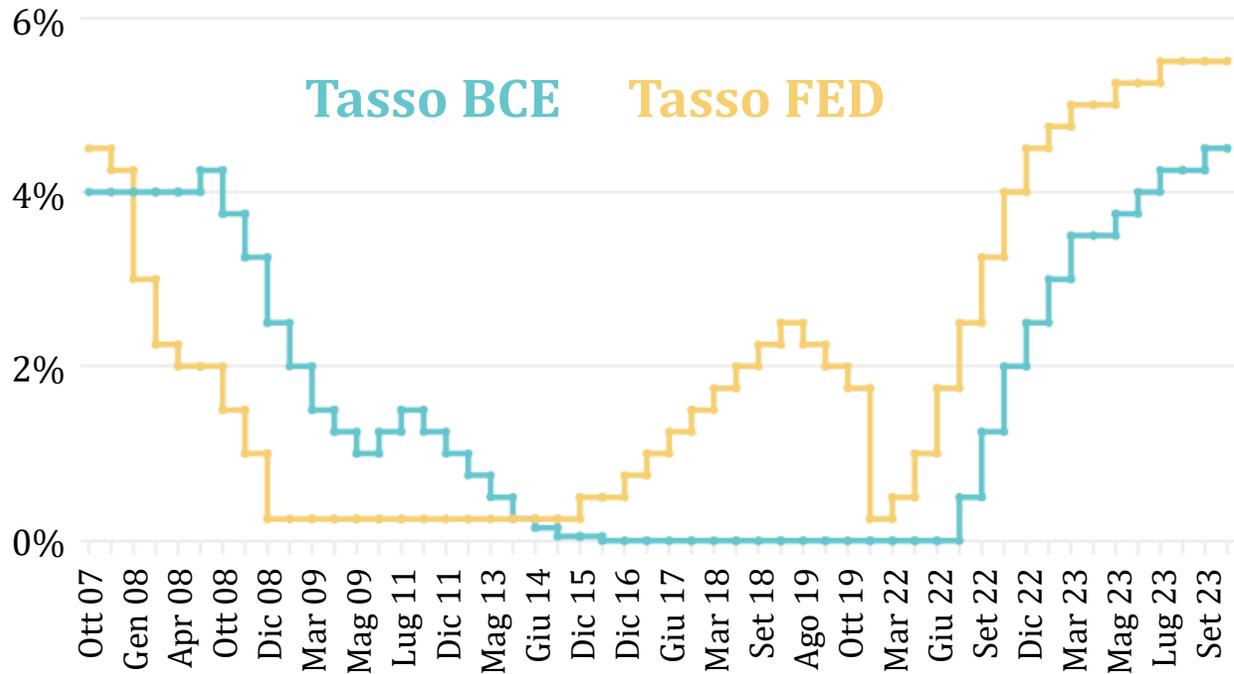
**Tasso di interesse sulle
operazioni di
refinanziamento
principali
Aprile 2021- Aprile 2025**



Fonte: tradingeconomics.com

La politica monetaria nell'UE

Tasso di inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona 2007-2023



Tasso di policy della FED e della BCE 2007-2023

Fonte: lavoce.info

La visione neoclassica

La politica economica basata sulla teoria neoclassica è quella a cui ci si riferisce di solito con il nome di **liberismo**. Essa si basa sull'idea che le forze di mercato, lasciate a sé stesse, sono in grado di produrre una situazione non migliorabile da interventi dello Stato.

Si riconosce naturalmente che spetta allo Stato il compito di assicurare il quadro istituzionale entro il quale l'attività economica privata possa svolgersi in maniera ordinata, ma l'intervento pubblico deve essere confinato alla soddisfazione dei cosiddetti bisogni collettivi (difesa, giustizia, istruzione, ecc.).

Secondo questa visione, mentre la politica monetaria deve limitarsi a garantire la stabilità dei prezzi, le politiche fiscali espansive hanno effetti negativi sulle potenzialità di crescita del sistema economico.

L'idea è che siccome il sistema tende spontaneamente verso la piena occupazione (o il "tasso di disoccupazione naturale"), la spesa pubblica comporta una riduzione equivalente della spesa privata, cioè c'è un "**effetto di spiazzamento**" (*crowding out*). Se l'economia sta già utilizzando pienamente tutte le risorse disponibili, per soddisfare una domanda aggiuntiva proveniente dallo Stato bisognerà rinunciare a soddisfare parte della domanda privata. In pratica un aumento della spesa pubblica si ritiene farà diminuire gli investimenti delle imprese.

La visione neoclassica

Le implicazioni di politica economica variano in parte a seconda della specifica versione della teoria neoclassica che si afferma come teoria prevalente (la sintesi neoclassica nel dopoguerra e il Monetarismo in seguito), ma rimane la sfiducia di fondo nei confronti dell'intervento pubblico, tipica della teoria neoclassica.

Come vedremo, poco dopo l'uscita della *Teoria generale* di Keynes, si afferma la cosiddetta “**sintesi neoclassica**” (o modello IS-LM), una rilettura della teoria keynesiana attraverso la quale alcune delle novità presentate da Keynes vengono introdotte nell'approccio neoclassico ma il suo messaggio fondamentale viene riassorbito. In seguito, il consenso attorno alla sintesi neoclassica si rompe e, a partire dagli anni Settanta, si diffonde il **Monetarismo**, un'impostazione strettamente antikeynesiana.

La visione neoclassica

Con la **sintesi neoclassica** le conclusioni di Keynes sono accettate per l'analisi del breve periodo, cioè per la spiegazione del ciclo economico, ma non per l'analisi delle tendenze di lungo periodo. Gli esponenti della sintesi neoclassica ritengono cioè che gli interventi di politica fiscale e monetaria siano strumenti utili per il controllo delle oscillazioni cicliche dell'economia, mentre nel lungo periodo è confermata la tendenza al pieno utilizzo delle risorse.

I **monetaristi** ritengono ci siano dei ritardi negli effetti della politica monetaria e fiscale e che non sia quindi consigliabile utilizzare la politica economica con funzione anticiclica. Per i ritardi con cui agisce, la politica economica rischia di accentuare invece che ridurre le fluttuazioni di breve periodo del reddito. Nel lungo periodo le politiche espansive hanno il solo effetto di far aumentare il tasso di inflazione. Lo Stato deve dunque ridurre al minimo il suo intervento nell'economia.

In sintesi, sia gli esponenti della sintesi neoclassica sia gli esponenti del monetarismo ritengono che l'occupazione sia determinata dall'equilibrio tra domanda e offerta di lavoro. Le differenze tra le due posizioni riguardano essenzialmente gli effetti di breve periodo della politica fiscale e monetaria: tali effetti sono positivi secondo la sintesi neoclassica, mentre sono incerti e sostanzialmente negativi in base al monetarismo. Per entrambe le impostazioni nel lungo periodo la politica fiscale è inefficace o addirittura dannosa.

La visione keynesiana

Secondo la teoria keynesiana la politica fiscale è fondamentale; essa deve sostenere la domanda aggregata sia direttamente, attraverso la spesa pubblica, sia indirettamente, stimolando i consumi attraverso il sistema fiscale.

Lo Stato deve quindi svolgere un importante ruolo nell'attività di **investimento** e deve perseguire politiche fiscali che consentano di mantenere elevata la **propensione al consumo** della collettività.

Per sostenere la propensione al consumo bisogna rendere più equa la **distribuzione** della ricchezza e del reddito (perché le famiglie con ricchezza elevata e con reddito elevato sono quelle che risparmiano di più).

Un miglioramento nella distribuzione del reddito può essere ottenuto, per esempio, aumentando la progressività della tassazione. Un miglioramento nella distribuzione della ricchezza può essere ottenuto, per esempio, con un aumento delle imposte di successione.

La visione keynesiana

Se la spesa per consumi e la spesa per investimenti sono nel loro complesso insufficienti ad assicurare un reddito di piena occupazione, allora l'ammontare di spesa necessario a colmare la differenza tra il reddito di piena occupazione e il reddito autonomamente generato dal mercato deve essere ottenuto mediante un incremento della **spesa pubblica**.

L'ammontare della spesa pubblica deve essere quello necessario a far passare il reddito dal livello che esso raggiunge sulla base dell'operare autonomo del mercato (pari alla somma dei consumi, degli investimenti e delle esportazioni nette) e il livello che corrisponde alla piena occupazione della forza lavoro.

Ricordiamo che gli effetti di un aumento della spesa pubblica sono descritti dal meccanismo del **moltiplicatore**. Quando aumenta la spesa pubblica il reddito aumenta di un multiplo dell'aumento della spesa pubblica (perché il moltiplicatore è maggiore di 1):

$$\Delta Y = \alpha \cdot \Delta G \quad \alpha = \frac{1}{s + f + (c - f) \cdot t}$$

La visione keynesiana

Per quanto riguarda il finanziamento della spesa, la spesa pubblica volta ad aumentare l'occupazione è efficace se è una spesa *aggiuntiva* rispetto all'ammontare di spesa espresso da famiglie e imprese. È chiaro che se la spesa pubblica non è aggiuntiva ma si sostituisce ad altre forme di spesa essa non può in generale portare a un aumento del reddito e dell'occupazione. Se la spesa pubblica è finanziata attraverso le imposte, si tratta di una spesa che in parte si sostituisce ad altre e che quindi è meno efficace.

Come abbiamo visto, in seguito a un aumento della spesa pubblica il reddito aumenta di un multiplo dell'aumento della spesa pubblica ($\Delta Y = \alpha \cdot \Delta G$) se la spesa pubblica è finanziata in deficit e aumenta di un ammontare esattamente pari all'aumento della spesa pubblica ($\Delta Y = \Delta G$) se questa è finanziata attraverso un corrispondente aumento delle entrate fiscali (per il [teorema del bilancio in pareggio](#)).

La teoria keynesiana porta a prediligere quindi il [debito pubblico](#) come forma di finanziamento della spesa pubblica. Questa è un'implicazione che contraddistingue la teoria keynesiana: nella visione tradizionale il debito pubblico è visto come uno strumento a cui ricorrere solo raramente in casi di temporanea necessità, mentre in un'ottica keynesiana il debito pubblico è un importante strumento di intervento in grado di modificare il livello dell'attività economica complessiva.

L'orientamento di politica economica che l'Unione Europea ha adottato a partire dall'adozione dell'euro è basato su una visione neoclassica, non solo per quanto riguarda la politica monetaria ma anche con riferimento alla politica fiscale.

Come sappiamo, i Paesi che hanno aderito all'euro hanno rinunciato alla sovranità sulla politica monetaria, che è stata affidata alla BCE, mentre la politica fiscale resta di competenza dei singoli Stati, i quali però devono adeguarsi a una serie di regole comuni all'eurozona.

Le regole di politica fiscale sancite nei vari trattati e via via modificate nel corso degli anni (parleremo in particolare dei Parametri di Maastricht e del Patto di stabilità e crescita) sono espressione del convincimento che bisogna limitare il ricorso agli strumenti monetari e fiscali nella gestione del sistema economico.

In base a questa visione la politica monetaria deve avere solo fini antinflazionistici e il bilancio pubblico deve essere di norma in equilibrio o in surplus.

I parametri di Maastricht

I parametri di Maastricht o **criteri di convergenza** sono i requisiti economici e finanziari che gli Stati dell'UE devono soddisfare per poter adottare l'euro come moneta nazionale.

Vengono introdotti con il *Trattato di Maastricht*, o *Trattato sull'Unione europea* (TUE), firmato nel febbraio 1992 ed entrato in vigore nel novembre 1993.

L'idea alla base del Trattato di Maastricht è che per poter usare tutti la stessa moneta occorre un certo grado di convergenza di alcune variabili macroeconomiche. Vengono quindi fissati dei parametri quantitativi che gli Stati membri devono raggiungere per poter introdurre l'euro.

Tali parametri riguardano la stabilità dei prezzi, la situazione delle finanze pubbliche, il tasso di cambio, i tassi di interesse a lungo termine. Per quanto riguarda la finanza pubblica le regole sono:

- il deficit di bilancio deve essere inferiore al **3%** del PIL
- il debito pubblico non deve superare il **60%** del PIL

Si noti che nel 1992 (all'epoca della firma del Trattato di Maastricht) soltanto 4 Paesi (degli originari 11 firmatari) vantavano un debito inferiore al 60% del PIL.

I parametri di Maastricht

Deficit/PIL		
Deve essere inferiore al 3%		
	1991	1997
Germania	3,3	3,5
Grecia	11,5	9,1
Spagna	4,9	6,6
Francia	2,2	4,8
Italia	10,2	7,1

Debito pubblico/PIL		
Non deve superare il 60%		
	1991	1997
Germania	41,5	61,3
Grecia	92,3	108,7
Spagna	45,8	68,8
Francia	35,8	58,0
Italia	101,4	121,6

Il Patto di stabilità e crescita

Il Patto di stabilità e di crescita (PSC), adottato nel 1997, è un impegno permanente alla stabilità di bilancio pubblico e permette di imporre penali ai Paesi della zona euro che non rispettano le regole previste per la finanza pubblica.

Il PSC completa la definizione delle regole di finanza pubblica europee rispetto a quanto già previsto dal Trattato di Maastricht e si articola in due parti: la prima (la **parte preventiva**) stabilisce le regole volte a prevenire l'accumulazione di squilibri di bilancio eccessivi, la seconda (la **parte correttiva**) enuncia le procedure e le sanzioni volte alla correzione di tali squilibri.

In base al PSC i Paesi della zona euro dovrebbero rispettare le seguenti regole:

- un deficit pubblico non superiore al **3%** del PIL;
- un debito pubblico al di sotto del **60%** del PIL (o comunque un debito pubblico tendente al rientro).

Il Patto di stabilità e crescita

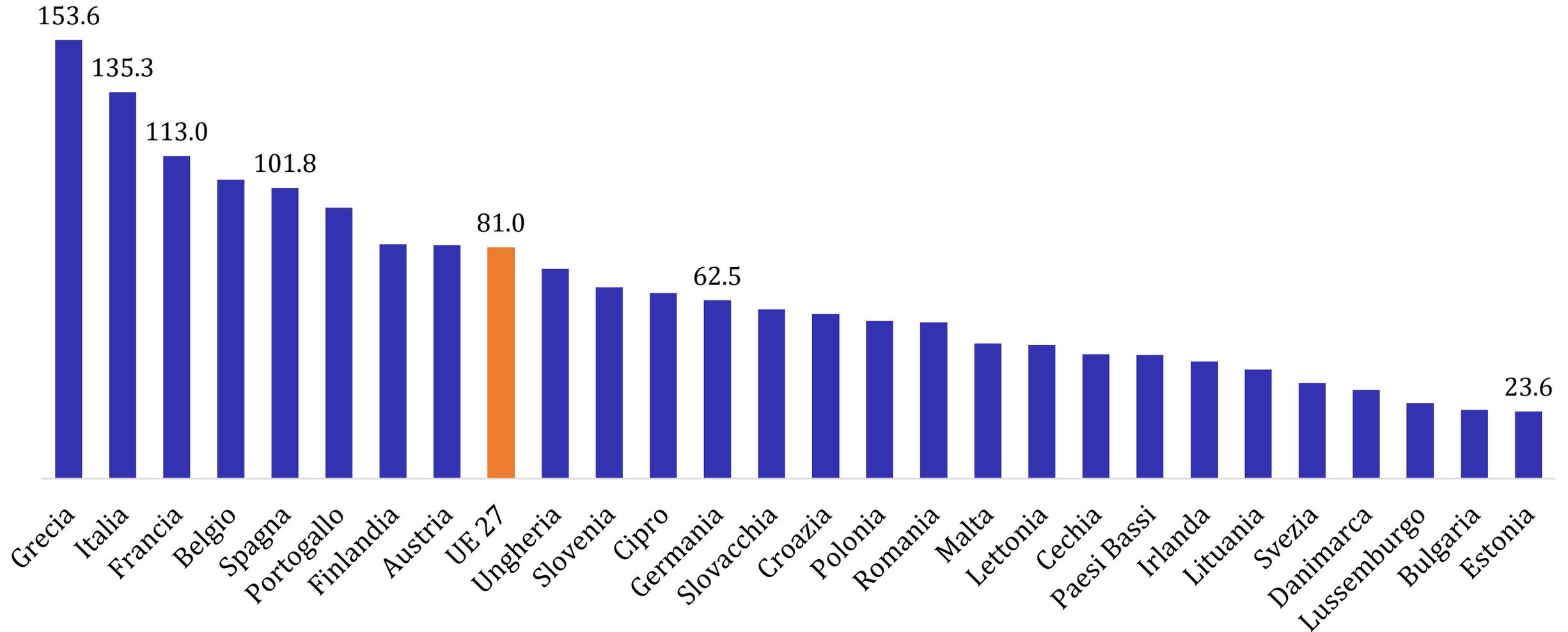
Le modalità di applicazione del PSC sono cambiate nel tempo.

In particolare, in risposta alla crisi dei debiti sovrani del 2010 si è deciso di inasprire le procedure, così le regole di applicazione del PSC sono state modificate con l'adozione del cosiddetto **Six Pack** e l'introduzione del **semestre europeo** (2011) che rendono più rigorosa la sorveglianza dei bilanci nazionali dei Paesi membri.

Inoltre, il meccanismo è stato rafforzato nel 2012, quando i governi dei Paesi dell'UE hanno firmato il «**fiscal compact**», che impone ai Paesi partecipanti di inserire nella legislazione nazionale obblighi in tema di equilibrio del bilancio.

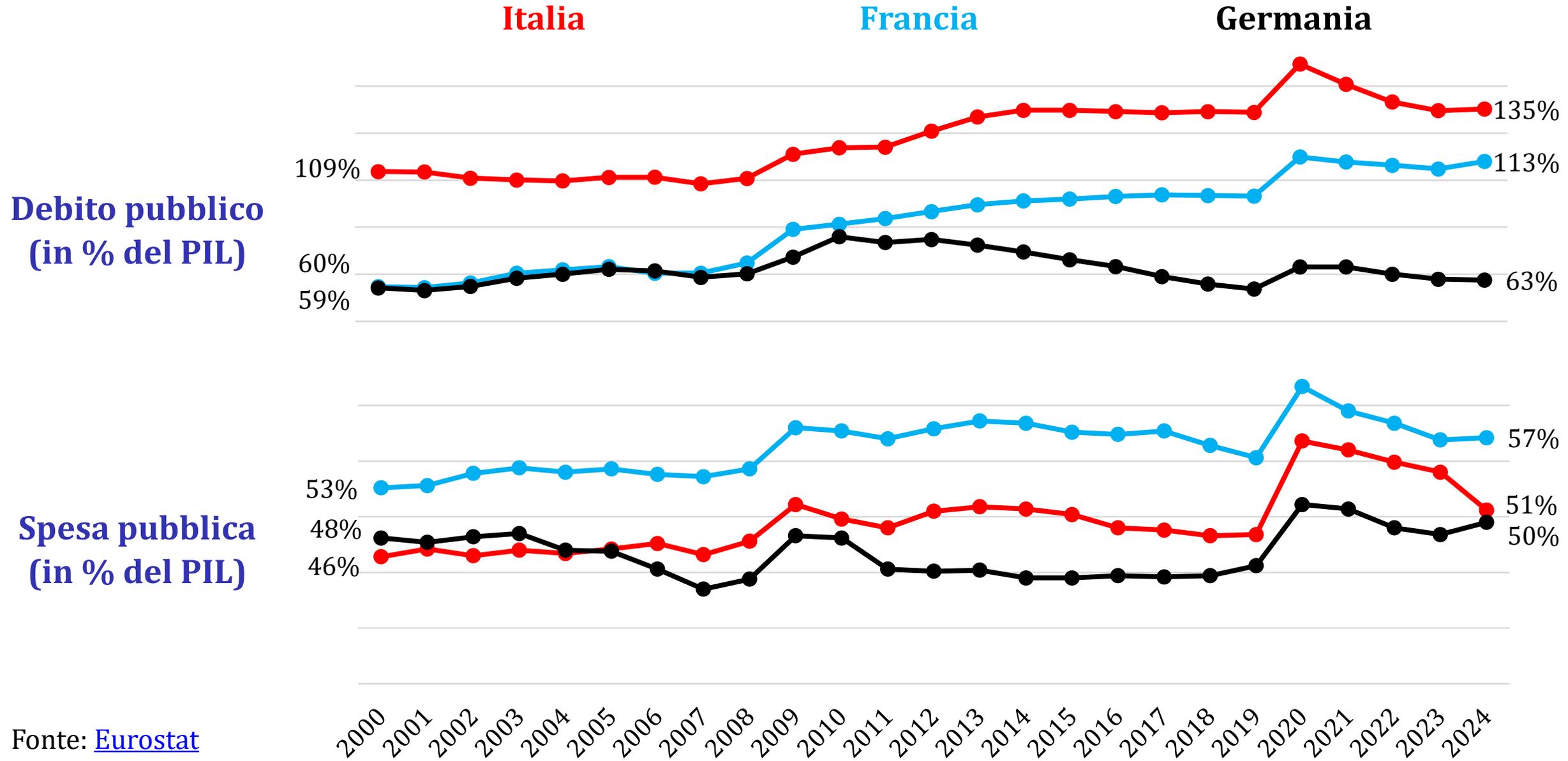
Il PSC è stato poi sospeso nel 2020 per consentire ai Paesi di affrontare le conseguenze economiche della pandemia da Covid19 ed è tornato in vigore a partire dal 2024 con alcune modifiche.

Rapporto debito pubblico / PIL Anno 2024



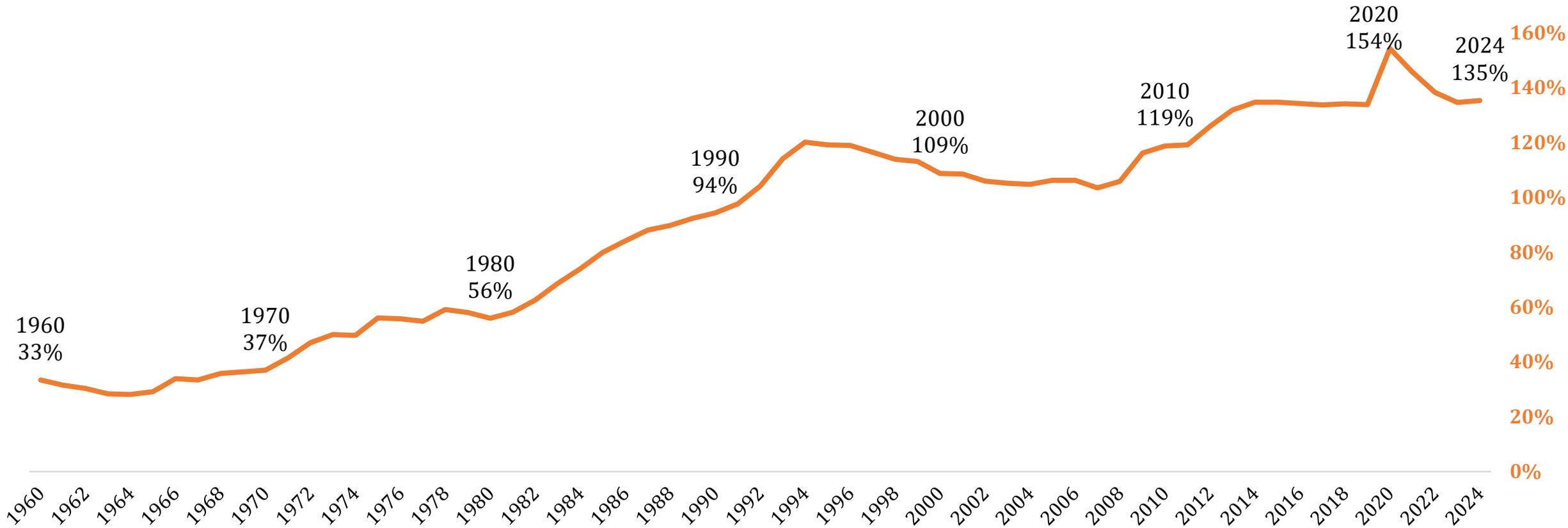
Fonte: [Eurostat](#)

La politica fiscale nell'UE



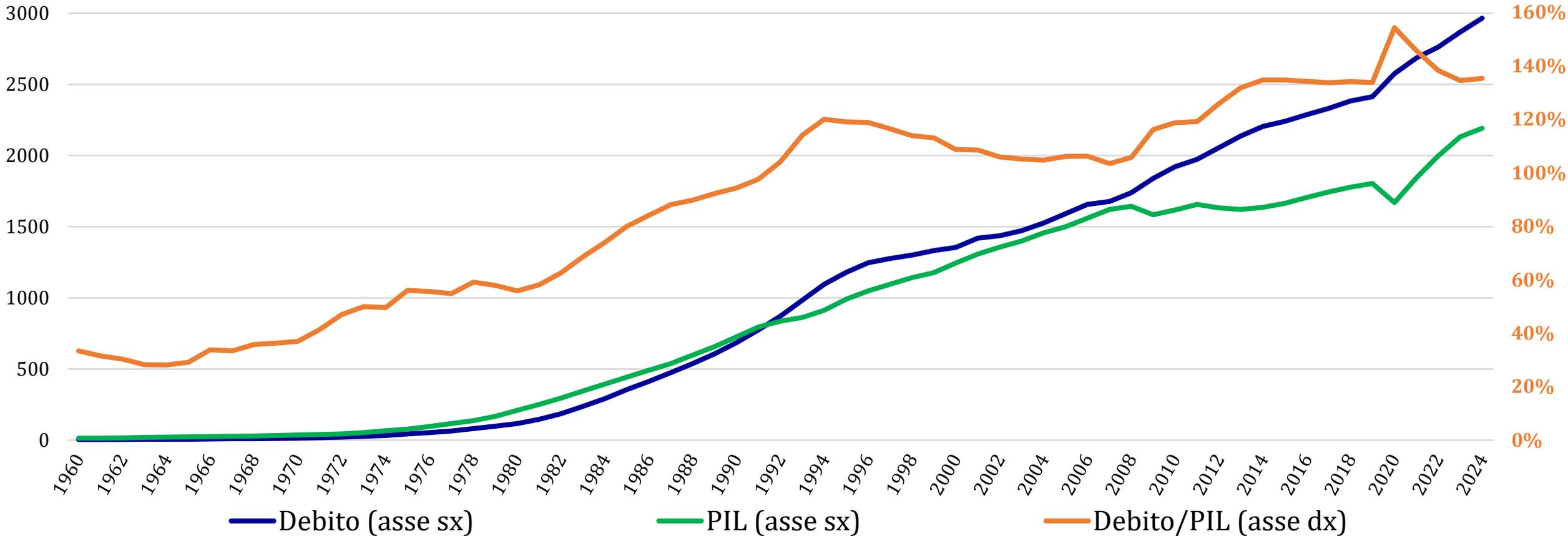
Fonte: [Eurostat](#)

Rapporto debito pubblico / PIL in Italia anni 1960-2024



Fonte: [Osservatorio Conti Pubblici Italiani Università Cattolica del Sacro Cuore](#)

Rapporto debito pubblico / PIL in Italia anni 1960-2024



Fonte: [Osservatorio Conti Pubblici Italiani Università Cattolica del Sacro Cuore](#)