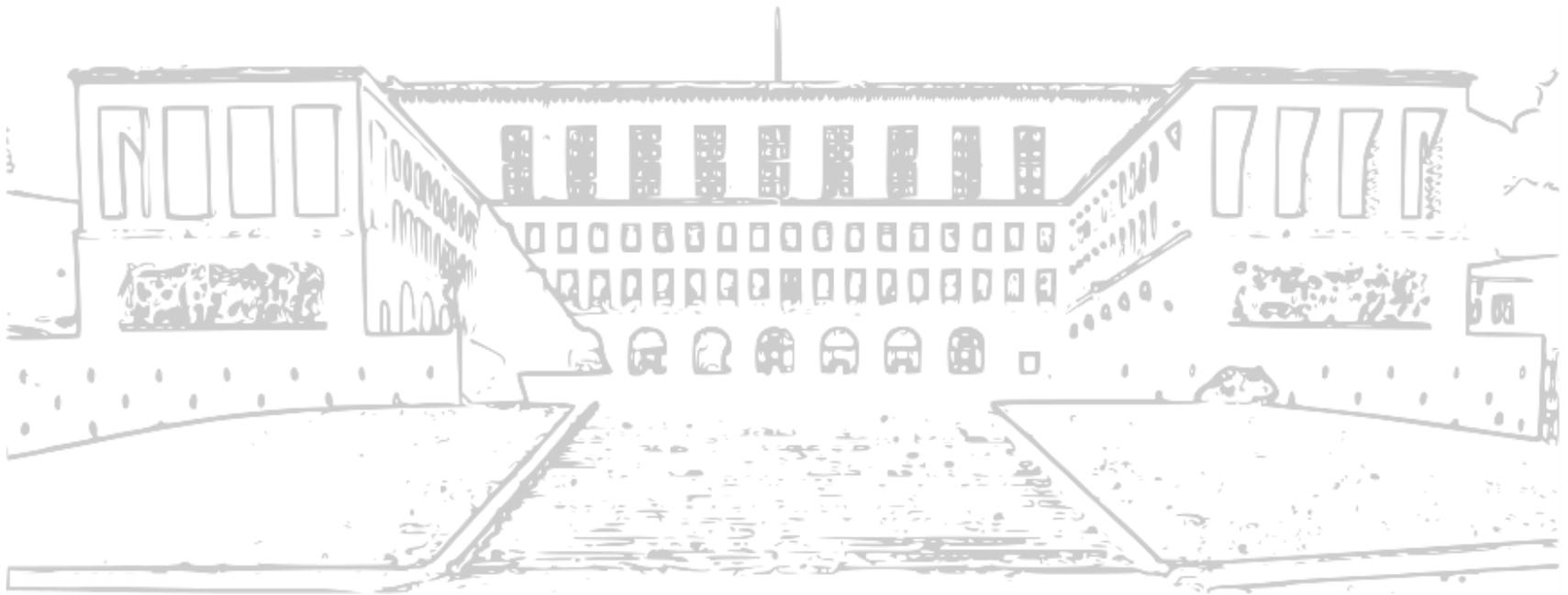


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

BANCHE CENTRALI

A.A. 2019/2020

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it

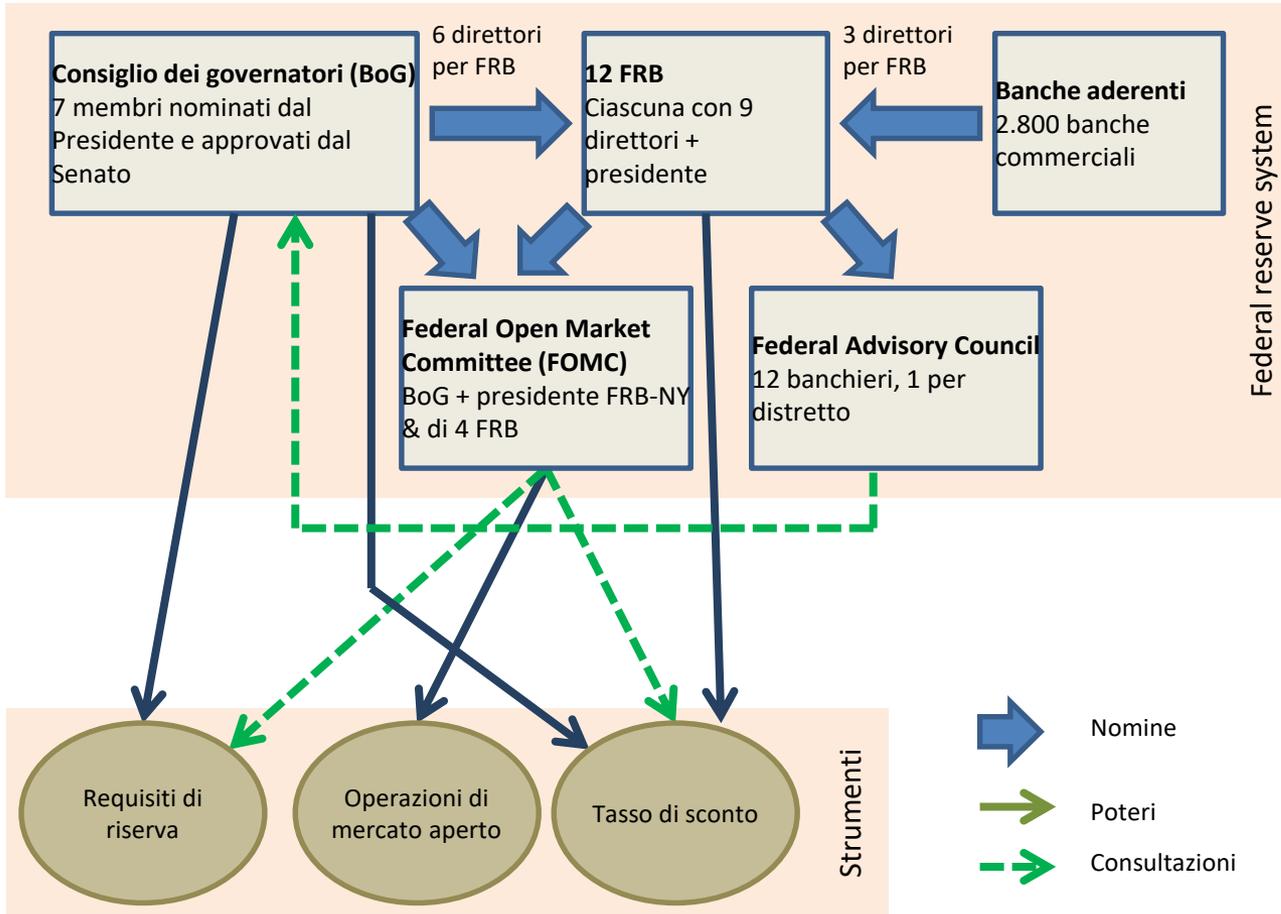


ARGOMENTI

- I sistemi della FED e della BCE
- Motivazioni delle differenze fra sistemi
- Strumenti, obiettivi e mandati: le divergenze nelle politiche monetarie
- Politiche monetarie e crisi finanziarie
- La dimensione internazionale

USA E FED

Sistema complesso: bilancia poteri, controlli e responsabilità

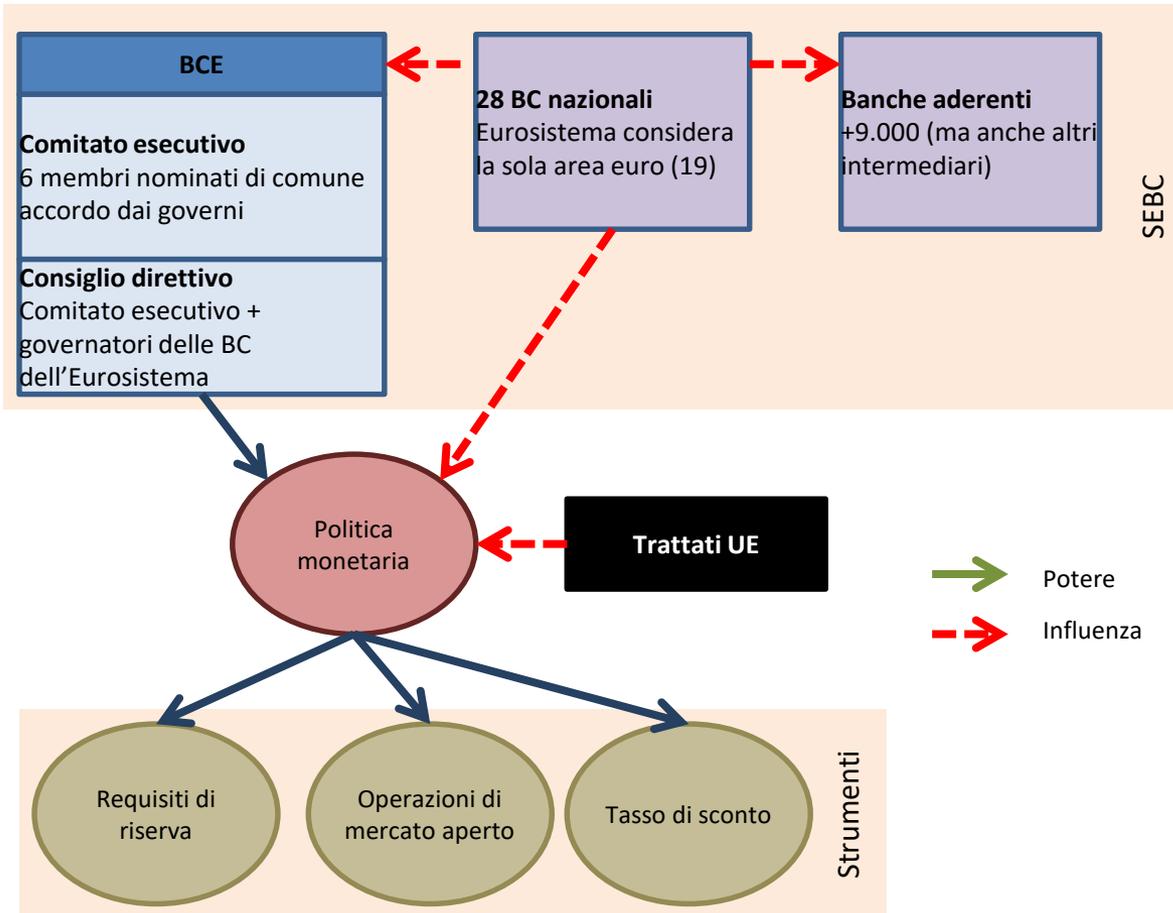


- BoG: controllo sugli strumenti, con responsabilità pubblica e interna del presidente
- FOMC (“the Fed”):
 - Il sistema è libero di stabilire gli strumenti da utilizzare e gli scopi (indipendenza duplice)
 - influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente



UE E BCE

Le banche centrali nazionali al cuore del SEBC



Banche nazionali:

- Decidono il budget
- Rendono esecutiva la politica monetaria
- Applicano vigilanza e regole (con recente passaggio a vigilanza unica)
- Maggiore indipendenza rispetto alla FED sulle nomine
- Maggiori vincoli dai trattati



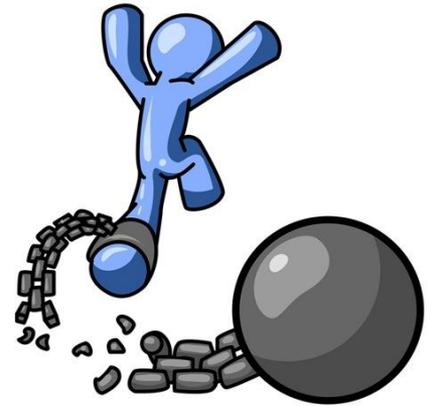
PERCHÉ MODELLI DIVERSI?

- **Vantaggi** dell'indipendenza:

- Influenza politica (miope) causa inflazione agendo su obiettivi di breve (occupazione e tassi) dettati da mandati elettivi e non da «visioni»
- Il Tesoro può “scaricare” debito pubblico sul sistema bancario
- La politica monetaria richiede conoscenza tecnica

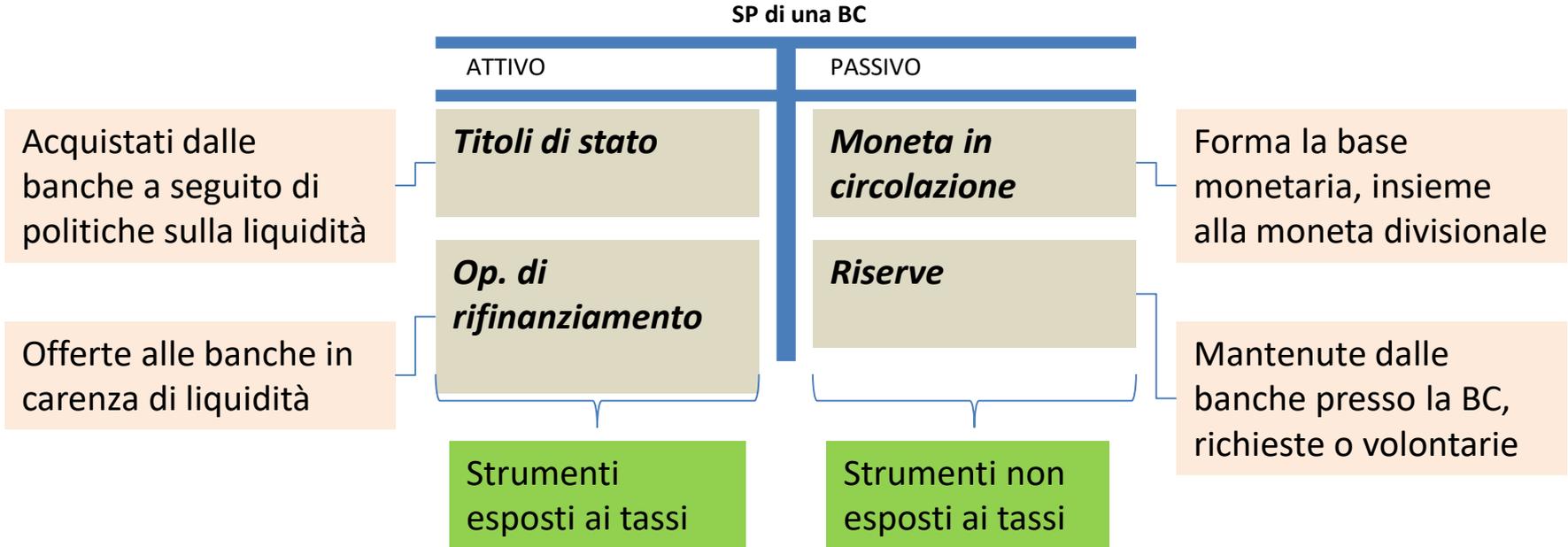
- **Svantaggi** dell'indipendenza:

- «Democrazia e responsabilità»
- Carezza di azioni possibili in caso di risultati non soddisfacenti
- «Non ha evitato le crisi»
- Le politiche fiscali sono più deboli di quelle monetarie

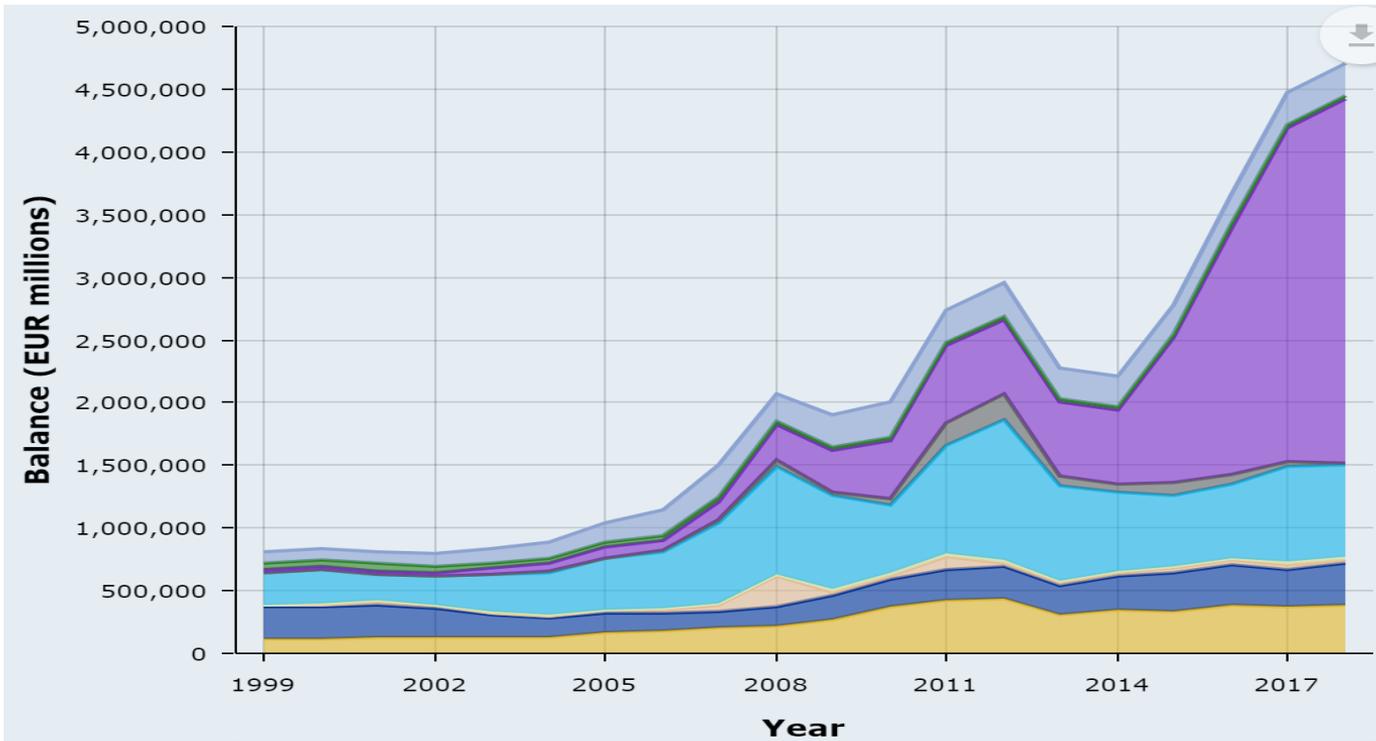


POLITICA MONETARIA

Una semplice prospettiva contabile

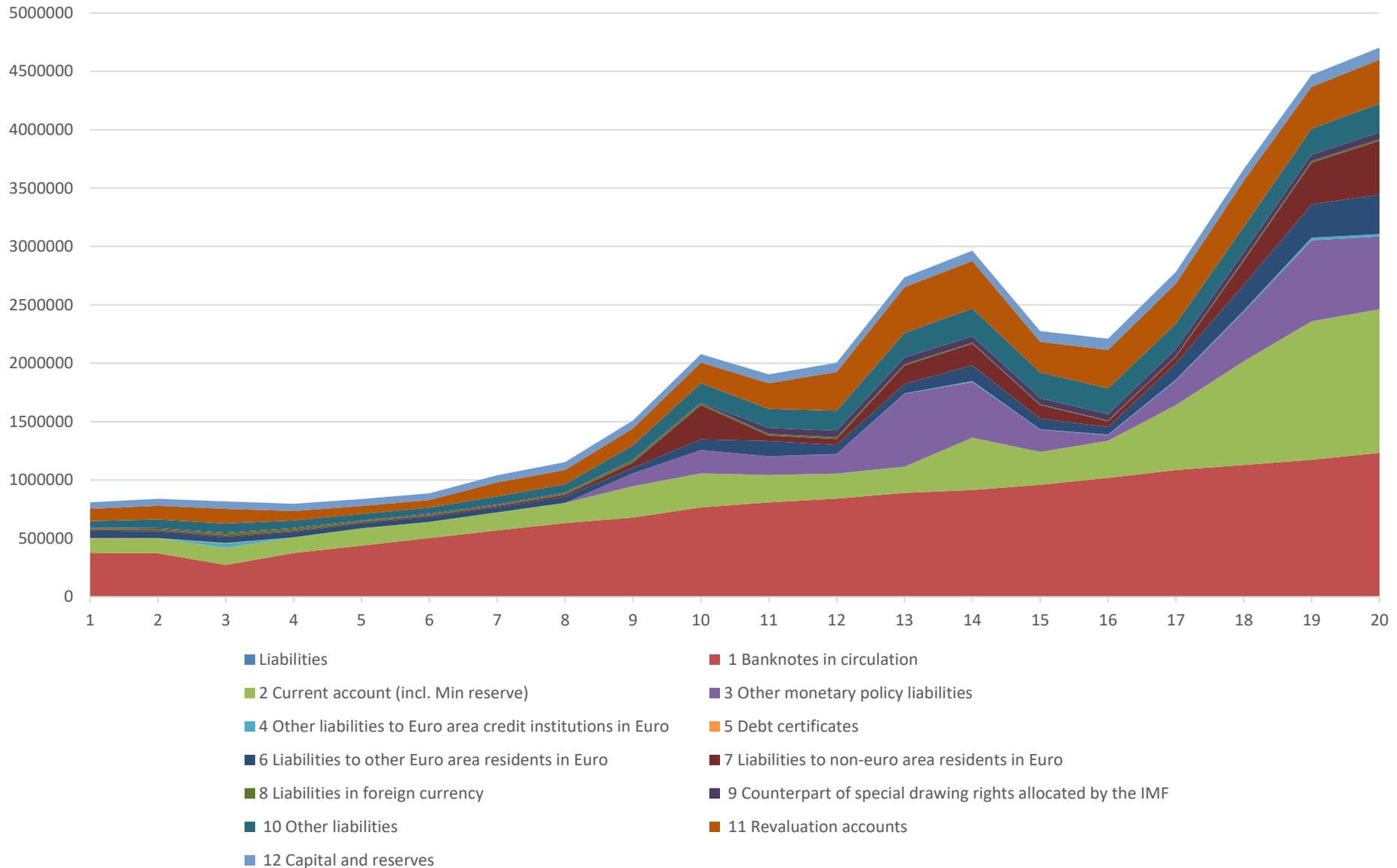


POLITICA MONETARIA: ECB



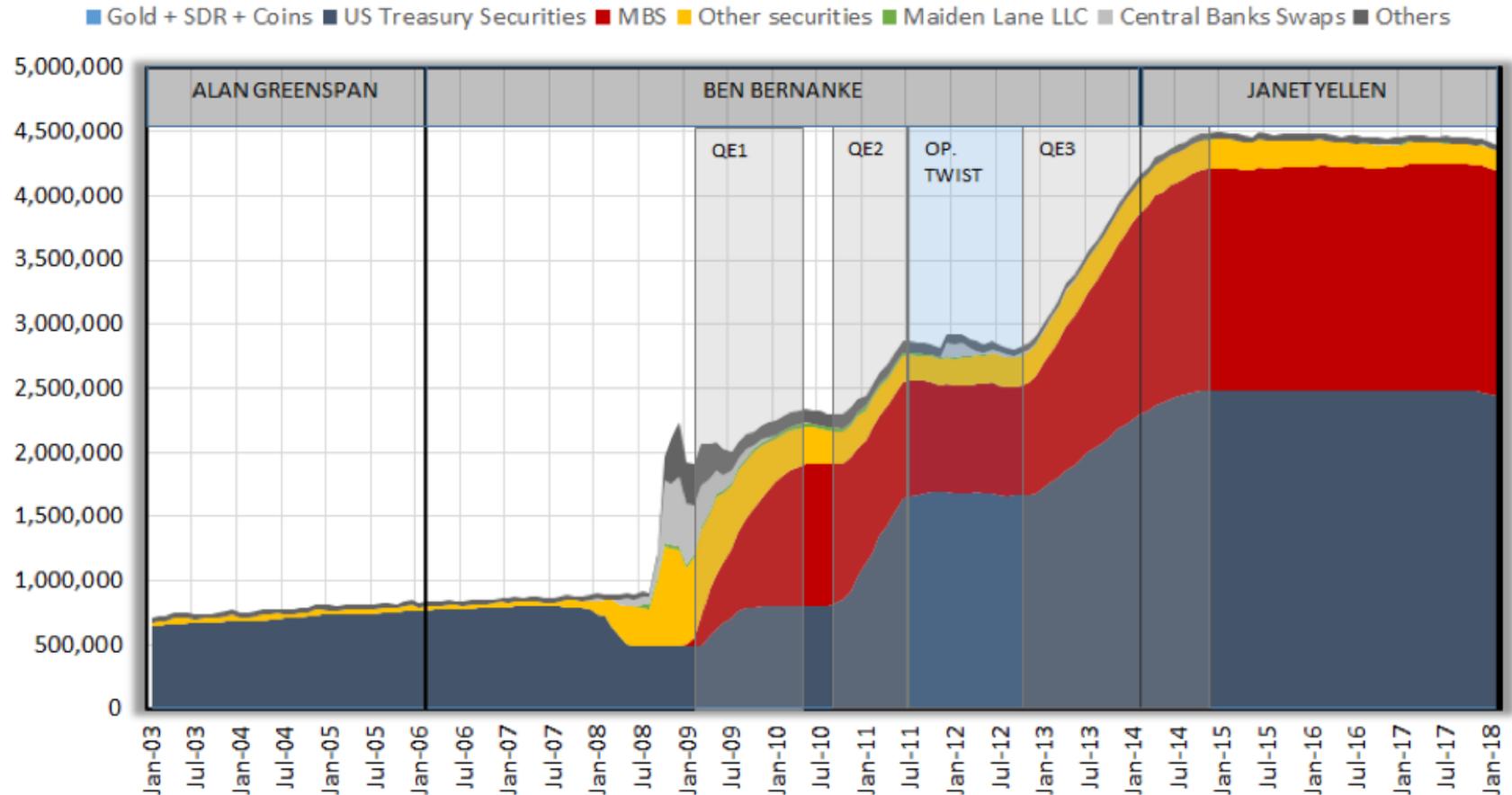
		Balance (EUR millions) 2018
<input checked="" type="checkbox"/>	A1 Gold and gold receivables	389,765
<input checked="" type="checkbox"/>	A2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	334,369
<input checked="" type="checkbox"/>	A3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency	20,499
<input checked="" type="checkbox"/>	A4 Claims on non-euro area residents denominated in euro	21,276
<input checked="" type="checkbox"/>	A5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated	734,381
in euro		
<input checked="" type="checkbox"/>	A6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	17,637
<input checked="" type="checkbox"/>	A7 Securities of euro area residents denominated in euro	2,899,300
<input checked="" type="checkbox"/>	A8 General government debt denominated in euro	23,947
<input checked="" type="checkbox"/>	A9 Other assets	261,559
Total:		4,702,733

POLITICA MONETARIA: ECB



POLITICA MONETARIA: FED

FEDERAL RESERVE, ASSETS (MILLIONS)



NICOLAS CACHANOSKY

METROPOLITAN STATE UNIVERSITY OT DENVER | DEPARTMENT OF ECONOMICS

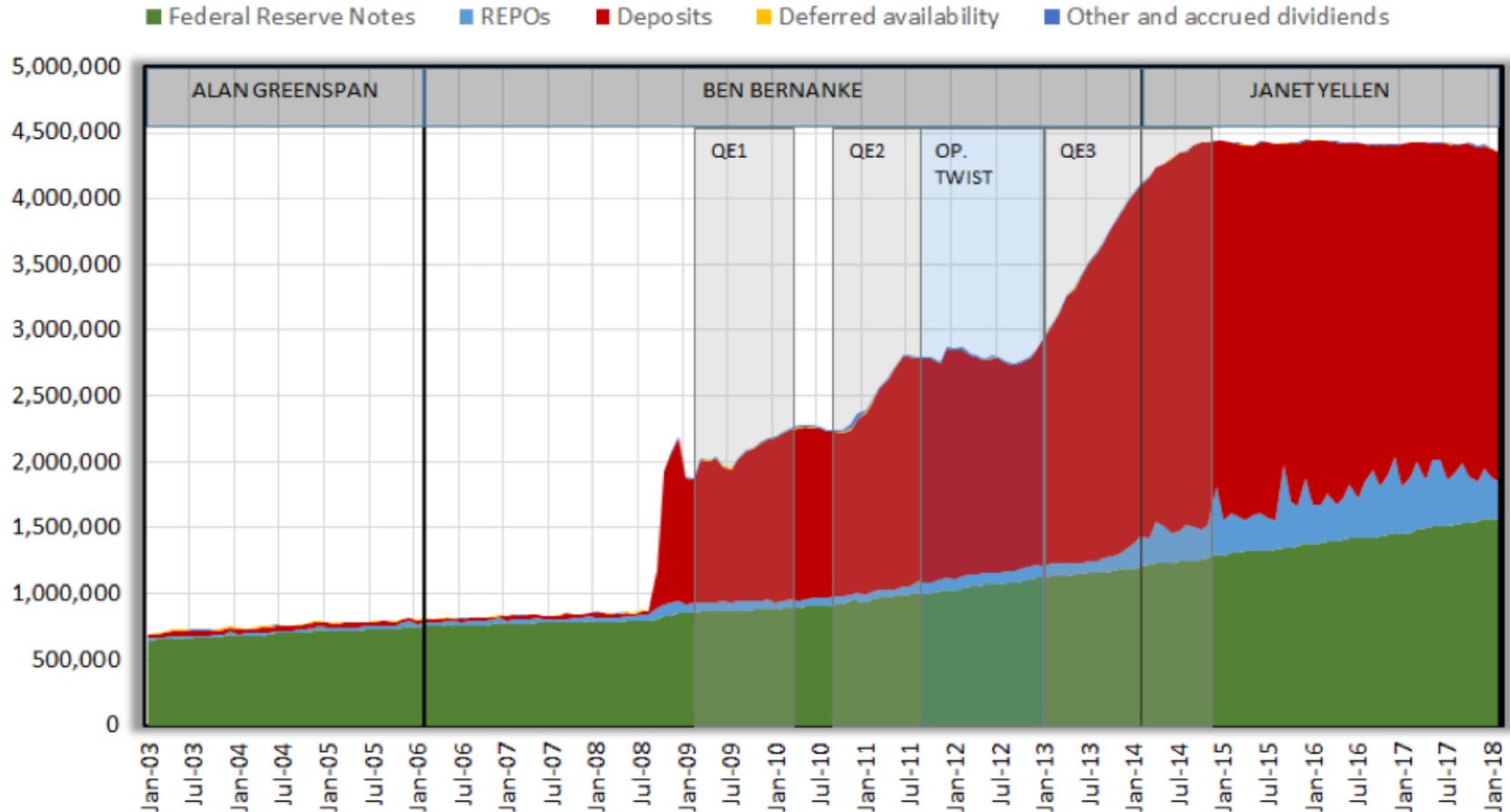
AMERICAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH | SOUND MONEY PROJECT FELLOW

ncachano@msudenver.edu | www.ncachanosky.com

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System. Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)qe1

POLITICA MONETARIA: FED

FEDERAL RESERVE, LIABILITES (MILLIONS)



NICOLAS CACHANOSKY

METROPOLITAN STATE UNIVERSITY OF DENVER | DEPARTMENT OF ECONOMICS

AMERICAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH | SOUND MONEY PROJECT FELLOW

ncachano@msudenver.edu | www.ncachanosky.com

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System. Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

Operazioni di mercato aperto

- Principale strumento di influenza dei tassi e della liquidità
- Gli acquisti aumentano le riserve e i titoli detenuti, al tempo stesso aumentando la base monetaria e l'offerta di moneta

Operazioni di rifinanziamento

- Strumento importante ma non generalizzato
- Un loro aumento incrementa le riserve e i prestiti in attivo, aumentando l'offerta di moneta al sistema

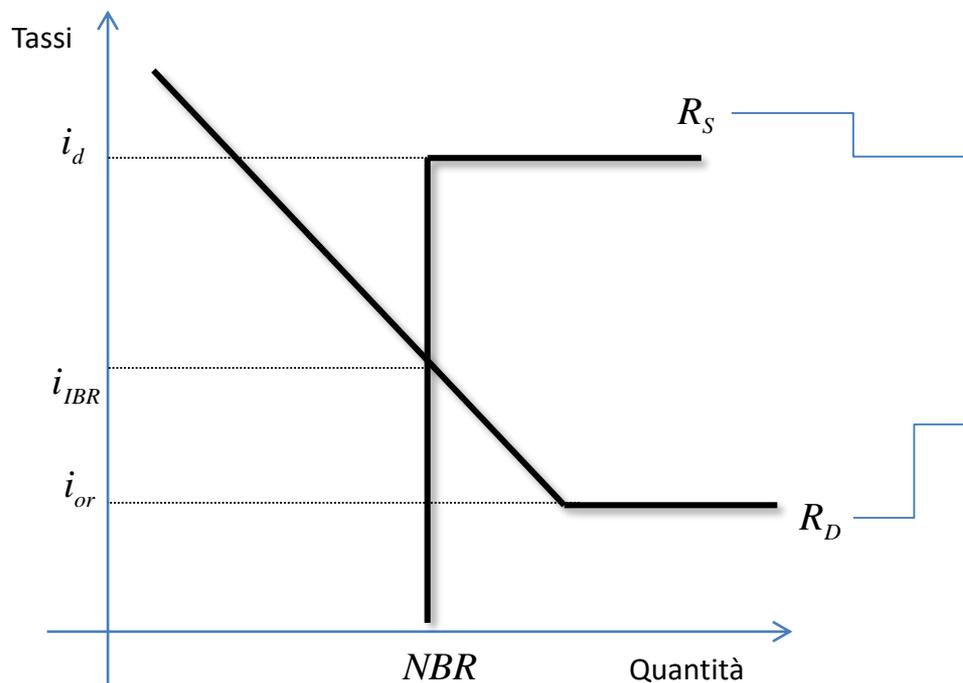
Requisiti di riserva

- Strumento utilizzato raramente per le influenze sulla gestione bancaria

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Valutazione tramite il mercato delle riserve

- Influenzano il tasso interbancario (i_{IBR}) e di conseguenza gli altri tassi
- Attraverso i requisiti di riserva e i tassi riconosciuti sulle stesse (i_{or})
- Influenzato da riserve non prese a prestito (NBR) e prese a prestito al tasso di sconto i_d



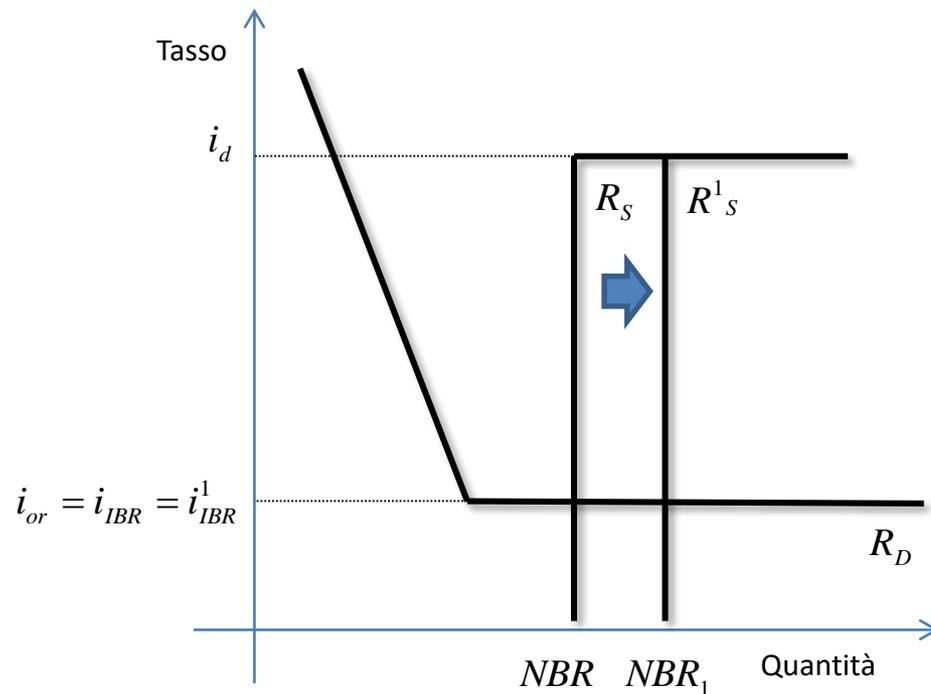
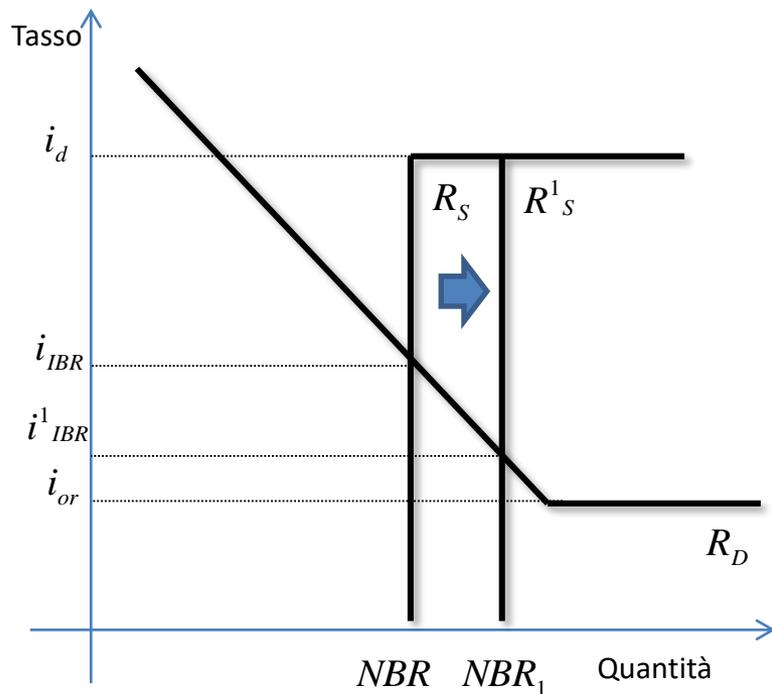
- Le riserve prese a prestito sarebbero zero (prestiti interbancari più convenienti) a meno che il tasso non eguagli quello di sconto
- Non può crescere ulteriormente altrimenti i fondi sarebbero arbitraggiati fra BC e interbancario

- Il costo-opportunità delle riserve si riduce al calare del tasso, aumentando la domanda
- Non può scendere ulteriormente

Notare che i_{or} per la BCE è ora -0.40% per le riserve prese a prestito, 0.05% per le altre.

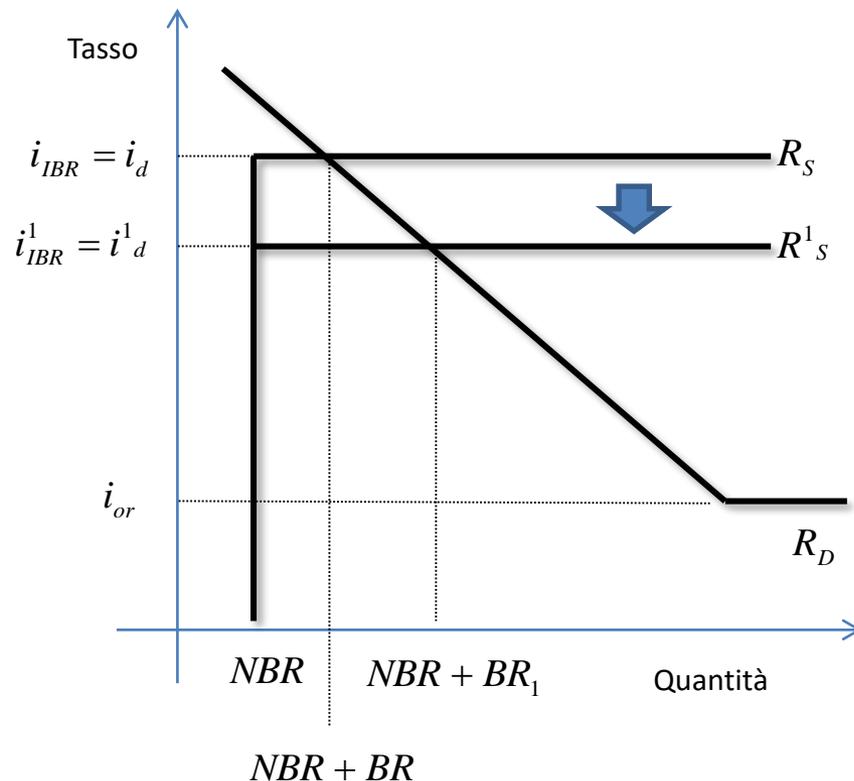
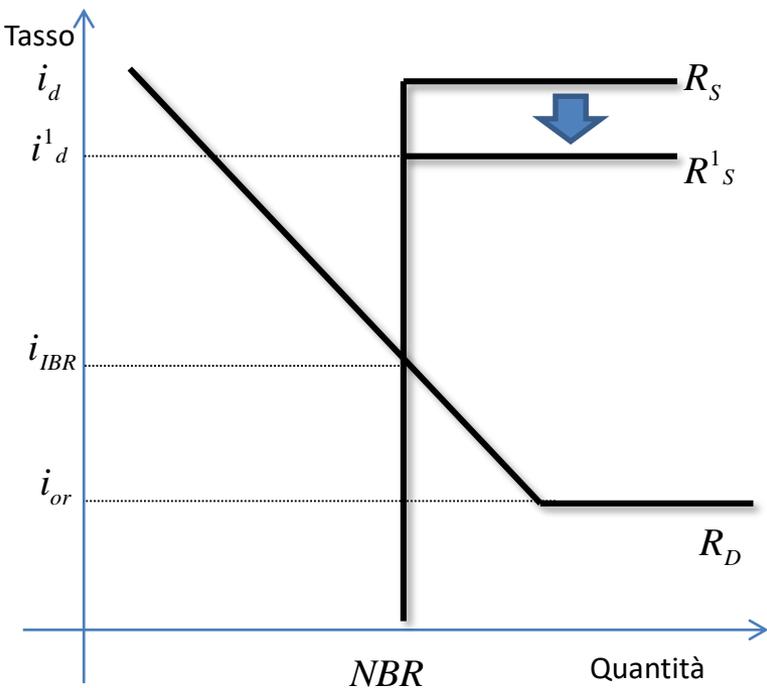
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



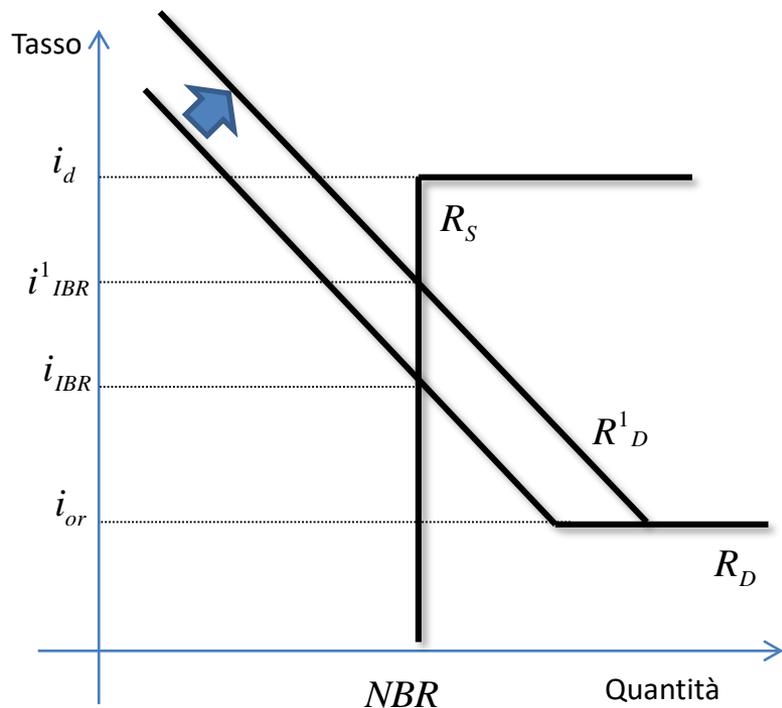
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Effetti delle op. di rifinanziamento (riduzione dei tassi)



STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Effetti dei requisiti sulle riserve (aumento)



Gli effetti possono essere diversi se domanda e offerta si incontrano nelle aree più rigide/elastiche, ma sostanzialmente irrilevanti

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Uso delle operazioni di mercato aperto

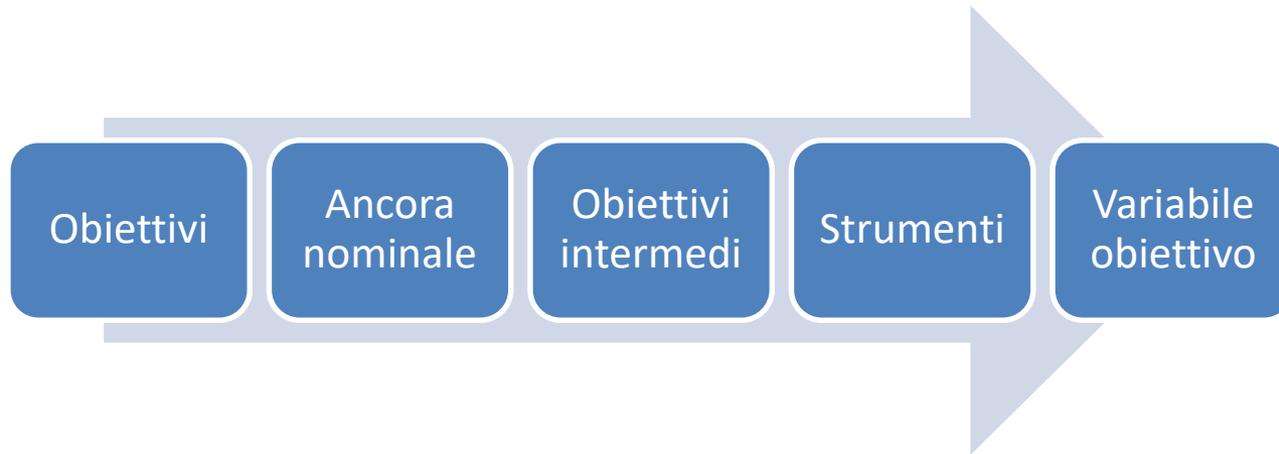
- Coinvolgono titoli di stato, soprattutto a BT:
 - Il mercato è profondo, liquido e con volumi elevati
 - Può assorbire interventi anche di importi significativi
- Forme tecniche:
 - P/T: acquisto (o vendita) a pronti e obbligo di riacquisto a termine (anche brevissimo), effetti temporanei e “difensivi”
 - “*outright transaction*”: acquisto (vendita) definitivo
- Nel caso della BCE, operazioni di rifinanziamento principale (MRO), a lungo termine (LTRO) e *securities markets program* (SMP), TLTRO, QE, ...: forme “non convenzionali” utilizzate in modo crescente

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Uso delle operazioni di rifinanziamento

- Disponibilità di liquidità a brevissimo termine, per istituzioni solvibili ma anche in caso di difficoltà (con rendimenti diversificati)
- Funzione possibile di “prestatore di ultima istanza” per evitare le corse agli sportelli, incrementando le somme disponibili presso la BC ed estendendole a banche in difficoltà
- La presenza del “prestito di ultima istanza” accresce il *moral hazard* come per qualsiasi rete di protezione
- Nel caso della BCE: rifinanziamento marginale

OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA



Obiettivo primario: stabilità dei prezzi

- Intesa come «basso e stabile aumento dei livelli dei prezzi»
- Motivazione: la stabilità riduce l'incertezza, il livello basso e positivo stimola la crescita economica
- Necessità di un'*ancora nominale* (variabile obiettivo):
 - Tipicamente, l'inflazione o l'offerta di moneta
 - Riduce l'incoerenza intertemporale delle decisioni, evitando che quelle di breve termine vadano a minare i risultati di lungo periodo
 - Riduce la discrezionalità delle azioni da intraprendere

OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

Altri obiettivi:

- **Occupazione (<100%):**
 - Le frizioni nell'occupazione sono benefiche (ricerca di occupazioni migliori, formazione continua, ...), la disoccupazione strutturale non è influenzabile dalle politiche monetaria (distanza fra domanda e offerta di lavoro)
 - Presenza di un tasso di disoccupazione "naturale"
- **Crescita** economica promuovendo risparmio e investimento
- **Stabilità dei mercati** finanziari: rispondendo agli eccessi o alle carenze di risorse presso gli intermediari
- **Stabilità dei tassi:** per ridurre l'incertezza causata da loro fluttuazioni
- **Stabilità del cambio:**
 - A sostegno della competitività interna e riducendo l'inflazione "importata"
 - Per ridurre l'incertezza e sostenere le economie fortemente dipendenti dal commercio internazionale

OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

Relazioni fra obiettivi:

- Nel lungo periodo convergono, ma confliggono a breve
- Per tali ragioni, le BC operano come segue:
 - A seguito di **mandati gerarchici**: si stabilisce come obiettivo principale la stabilità dei prezzi, mentre crescita e occupazione sono secondari (es. BCE), riducendo la possibilità di incoerenza intertemporale fra di essi
 - A seguito di un **mandato duale**: tentando di raggiungere congiuntamente stabilità dei prezzi e minima disoccupazione (es. FED).
- Fluttuazioni della stabilità dei prezzi di breve termine sono tollerabili a fine di raggiungere altri obiettivi, a meno che non contrastino con il mantenimento di lungo periodo dell'obiettivo principale

OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

La stabilità dei prezzi viene raggiunta attraverso l'influenza sull'**inflazione**.

Ragioni:

- Obiettivo facilmente comprensibile e comunicabile
- Verifica più facile dell'efficacia delle politiche e coerenza intertemporale
- Riduce le pressioni politiche richiedendo un'ottica di lungo periodo

Tuttavia:

- I risultati emergono lentamente e "ritardano" rispetto alle decisioni
- Può essere rigido se interpretato alla lettera
- Agire direttamente sull'inflazione non è semplice, per cui le BC operano su **obiettivi intermedi**: aggregati monetari e tassi di interesse

OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

Gli obiettivi intermedi comportano scelte difficili:

- Fissato un aggregato monetario, i tassi fluttuano
- Fissati i tassi, la base monetaria fluttua

La scelta dello strumento da utilizzare dipende da:

- Osservabilità/misurabilità: i tassi sono osservabili immediatamente in termini nominali (non reali), gli aggregati monetari sono più facili da misurare ma hanno effetti ritardati rispetto alle decisioni
- Controllabilità: i tassi a breve nominali possono essere facilmente controllati (non le attese sull'inflazione), gli aggregati monetari fluttuano a seconda delle preferenze della domanda (non controllabile)
- Prevedibilità: i tassi hanno un legame stretto con gli obiettivi e con le scelte degli operatori, più degli aggregati monetari

Risultato: **preferenza per i tassi**

POLITICHE MONETARIE E CRISI

Bolle e crisi finanziarie:

- Veicolate dal credito: gonfia artificialmente il valore percepito di uno o più attivi e quando la tendenza si inverte le perdite si aggravano rapidamente distruggendo il valore degli investimenti (es. *subprime*)
- Esuberanza irrazionale: ottimismo eccessivo su un attivo particolare ne aumenta il prezzo e l'inversione di tendenza ha un impatto negativo sull'economia (es. *dot-com*)

Le BC sono consapevoli che:

- I casi di esuberanza irrazionale sono difficili da identificare in anticipo (è possibile per le BC battere il mercato?) e gli impatti sono limitati
- I casi che dipendono dal credito potrebbero essere più semplici da individuare e le loro conseguenze sono molto più gravi

POLITICHE MONETARIE E CRISI

Quale strumento utilizzare?

- L'influenza sui tassi non sempre prevedibile: non riduce le aspettative di elevati rendimenti della bolla ma può farla scoppiare rapidamente
- Tipicamente, sono coinvolte attività specifiche: gli strumenti della BC hanno invece impatti macroeconomici generalizzati
- Agire sui tassi causa una perdita di opportunità di crescita, occupazione e inflazione nel breve termine
- Conseguenza: le BC hanno difficoltà a rispondere sulle bolle
- Le “responsabilità” sono altrove:
 - Regolamentazione: visto che sembra generare le bolle
 - Vigilanza: visto l'eccessivo rischio assunto dagli operatori nelle crisi

LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE

Le BC intervengono anche sul mercato dei cambi:

- Negoziando **riserve internazionali**, pertanto influenzando sulla base monetaria e sul valore della valuta domestica (**interventi non sterilizzati**)
- Agendo con operazioni di segno opposto di mercato aperto per non modificare la base monetaria, i cambi e i tassi, ma segnalando un possibile intervento che può influenzare le attese future della domanda (**interventi sterilizzati**)

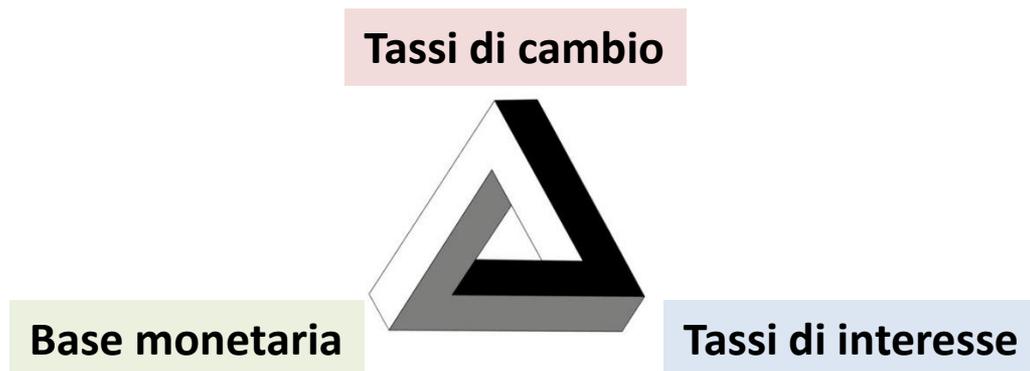
Le BC possono anche essere al centro del regime dei cambi di un Paese:

- Cambi flessibili possono essere influenzati (in modo esplicito o implicito) con effetti sull'economia domestica
- Cambi rigidi devono essere gestiti quotidianamente ma richiedono elevate disponibilità di riserve internazionali, a pena di forti svalutazioni o rivalutazioni

LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE

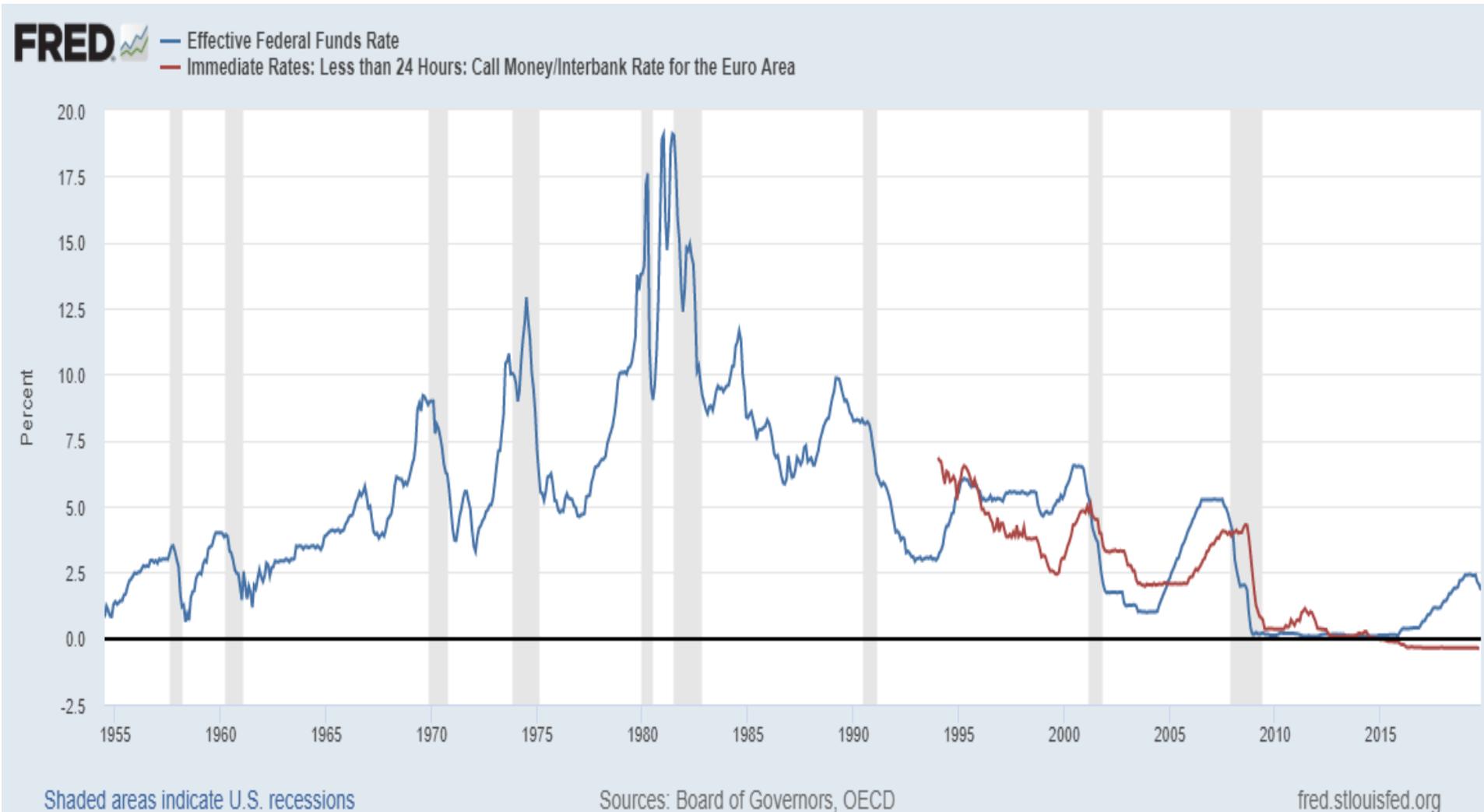
Cambi flessibili o rigidi?

- *Flessibili*: possono produrre inflazione o mancanza di disciplina monetaria, con fluttuazioni ampie in grado di danneggiare l'economia
- *Rigidi*: possono portare a crisi monetarie, esponendo Paesi più deboli ad attacchi speculativi; richiedono oneri maggiori e possono assorbire le risorse che la BC dovrebbe dedicare alla politica monetaria interna
- Alcuni Paesi hanno tentato **restrizioni ai flussi di capitali** per risolvere crisi valutarie, ma senza successo
- Il sistema finanziario è un mix di **cambi flessibili "gestiti"** e di **cambi rigidi** (temporaneamente), nella storia diversi esempi di cambi rigidi in crisi



ESEMPI

1. Fed Funds ed Eonia



ESEMPI

2. Il 7.11.2013 la BCE taglia sorprendentemente i tassi al minimo storico dello 0.25%. Segue un articolo dedicato al tema tratto dall'Economist. Commenti? (traduzione non ufficiale)

[...] l'inflazione nell'Eurozona è crollata [...] allo 0.7% in Ottobre. [...] la BCE ha risposto tagliando il tasso di riferimento allo 0.5%. [...] La BCE ha anche esteso la finestra in cui le banche possono prendere in prestito ammontari illimitati di fondi da metà 2014 a metà 2015.

Quali gli effetti immediati sui tassi di cambio?

La decisione ha sorpreso i mercati – l'Euro si è fortemente deprezzato rispetto al dollaro – anche se la caduta dell'inflazione l'ha condotta un punto percentuale al di sotto dell'obiettivo "al di sotto ma vicino al 2%".

Gli operatori [hanno pensato] che ogni taglio sarebbe stato posticipato a Dicembre. [...] La BCE di solito si muove in modo ponderato. [...] a quel punto si sarebbero rese disponibili nuove previsioni macroeconomiche. [...] rispetto ad altre BC resta lenta a muoversi.

Forse i pericoli per la BCE sono nuovi?

[...] la caduta dell'inflazione [...] può essere molto corrosiva, specialmente se si traduce in deflazione. [...] Quando le attese sui prezzi sono di riduzione invece che di aumento può essere molto difficile invertirle.

[...] L'inflazione[...] è ora più bassa che in Giappone. [...] Draghi sostiene che l'area Euro non rischia una deflazione in stile giapponese [ma] "un prolungato periodo di bassa inflazione" fino ad "un graduale" ritorno verso gli obiettivi della BCE. Questo [...] è molto preoccupante, per due ragioni.

Quali?

[1] Paesi membri più deboli [...] sono appesantiti da debiti eccessivi. [...]

[2] Difficile che recuperino competitività, spingendoli verso il precipizio della deflazione.

Solo questo?

[...] La BCE [...] non sta ancora facendo abbastanza: [...] l'opzione [è] un tasso negativo sui depositi.

Giugno 2014: -0.10% sui depositi (oggi -0.50% ma con *double tier*)

ESEMPI

3. €conomia: gioco di politica monetaria della BCE

