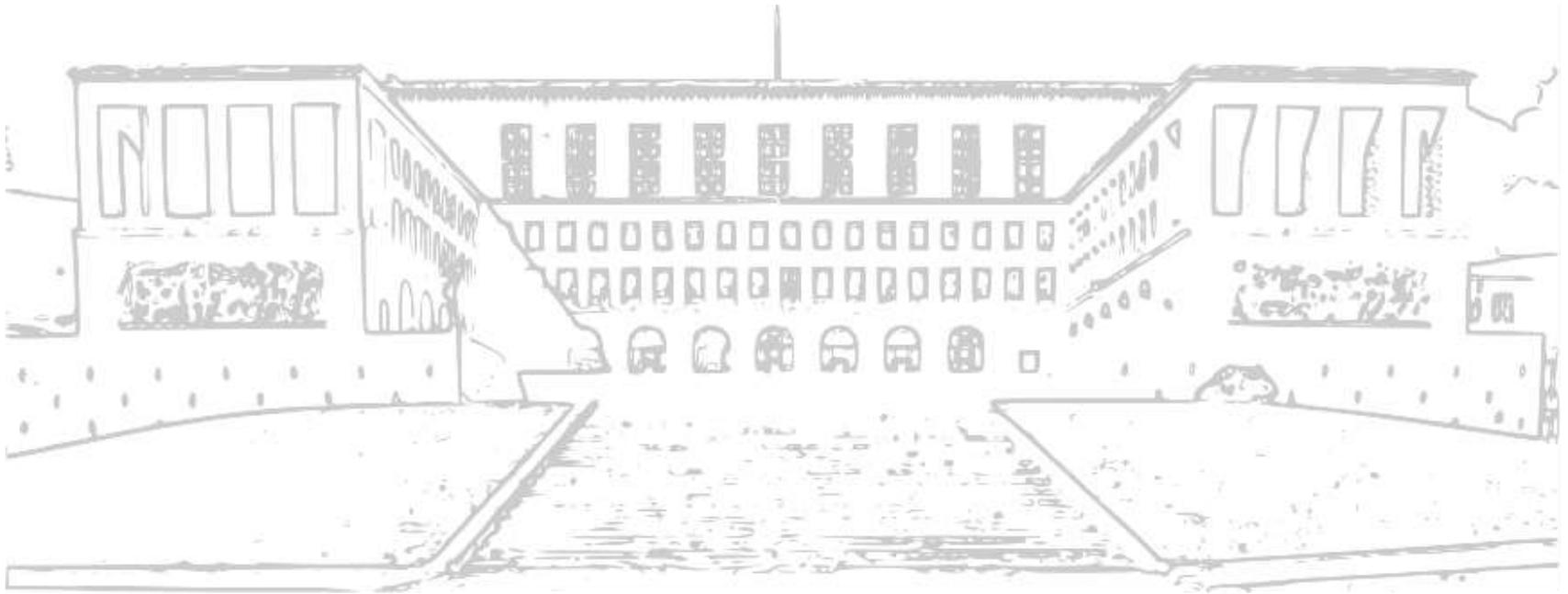


## BANCHE CENTRALI

A.A. 2020/2021

Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)



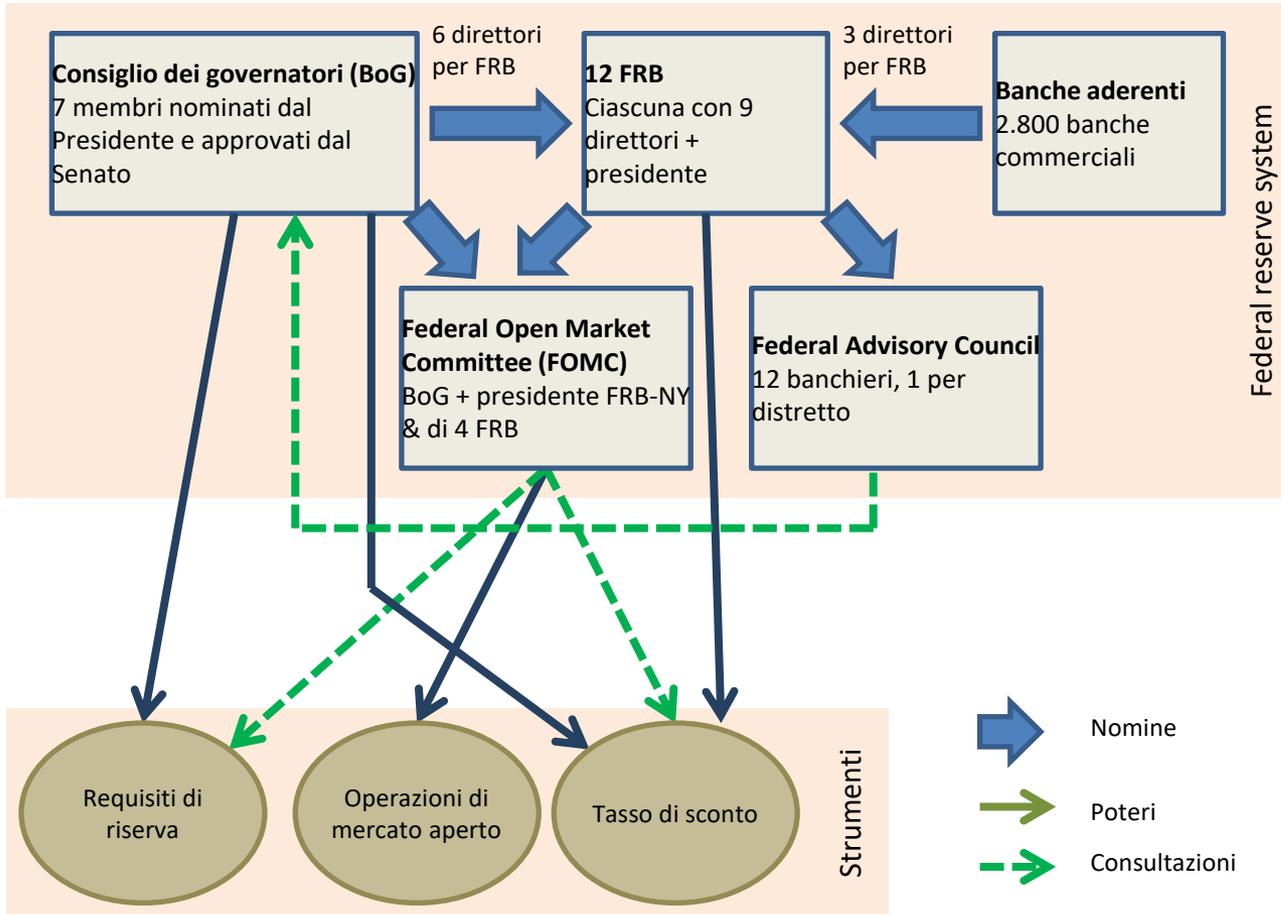
# ARGOMENTI



- FED vs BCE: analogie e differenze fra BC?
- Strumenti, obiettivi e mandati: politiche monetarie
- BC e crisi finanziarie
- BC e valute

# USA E FED

## Sistema complesso: bilancia poteri, controlli e responsabilità

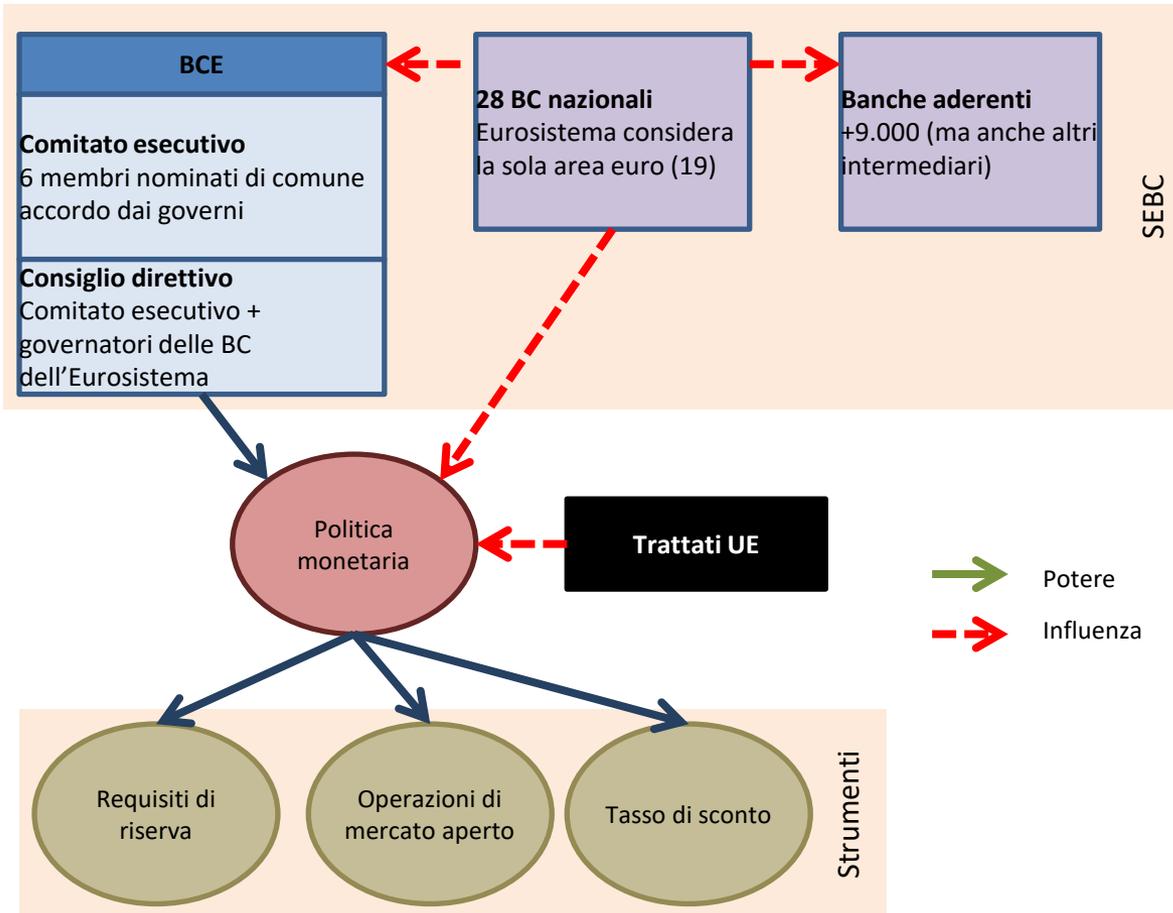


- BoG: controllo sugli strumenti, con responsabilità pubblica e interna del presidente
- FOMC (“the Fed”):
  - Il sistema è libero di stabilire gli strumenti da utilizzare e gli scopi (indipendenza duplice)
  - influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente



# 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?

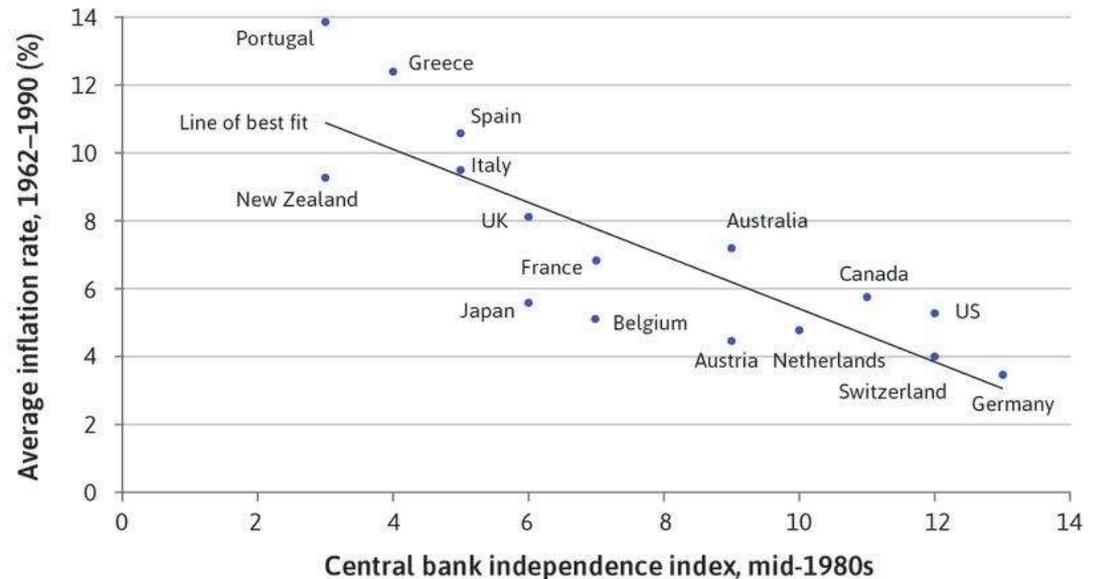
- **Vantaggi** dell'indipendenza:

- Influenza politica causa inflazione agendo sul breve (occupazione e tassi): mandati elettivi
- Il Tesoro non può collocare debito pubblico nel sistema bancario senza confrontarsi con il mercato
- La politica monetaria richiede conoscenze/esperienza



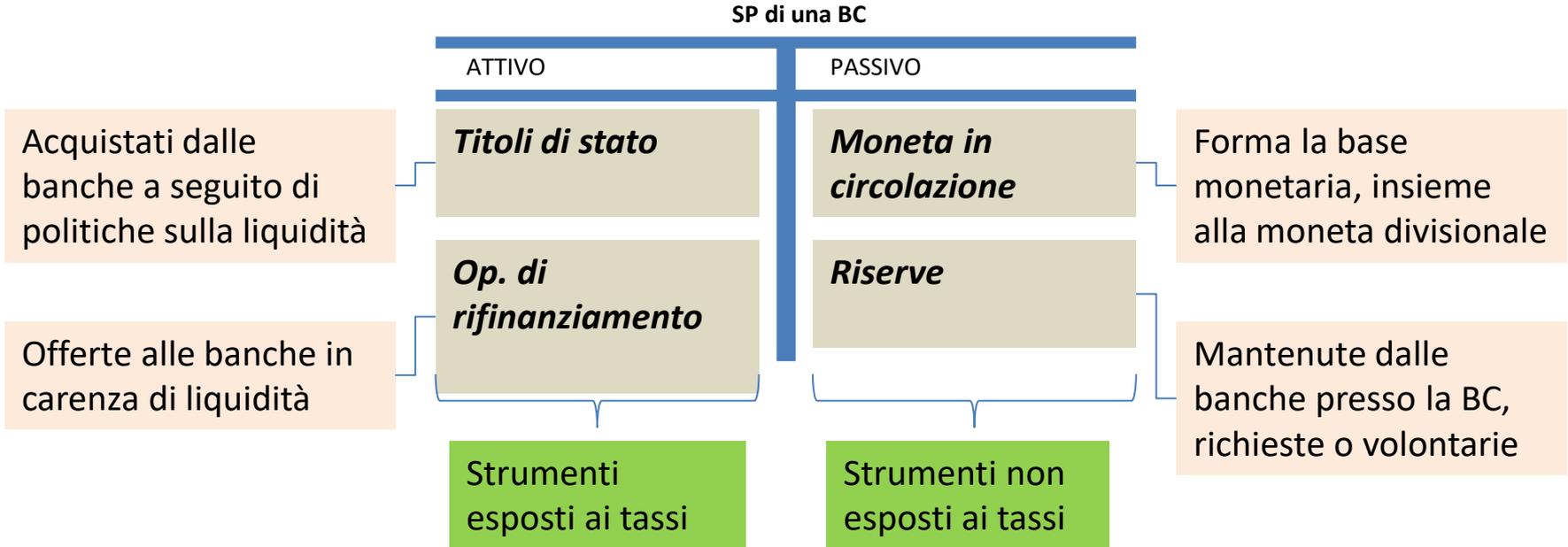
- **Svantaggi** dell'indipendenza:

- «Democrazia e responsabilità» (?)
- Indebolimento delle politiche fiscali
- «L'indipendenza non ha evitato le crisi» (?)

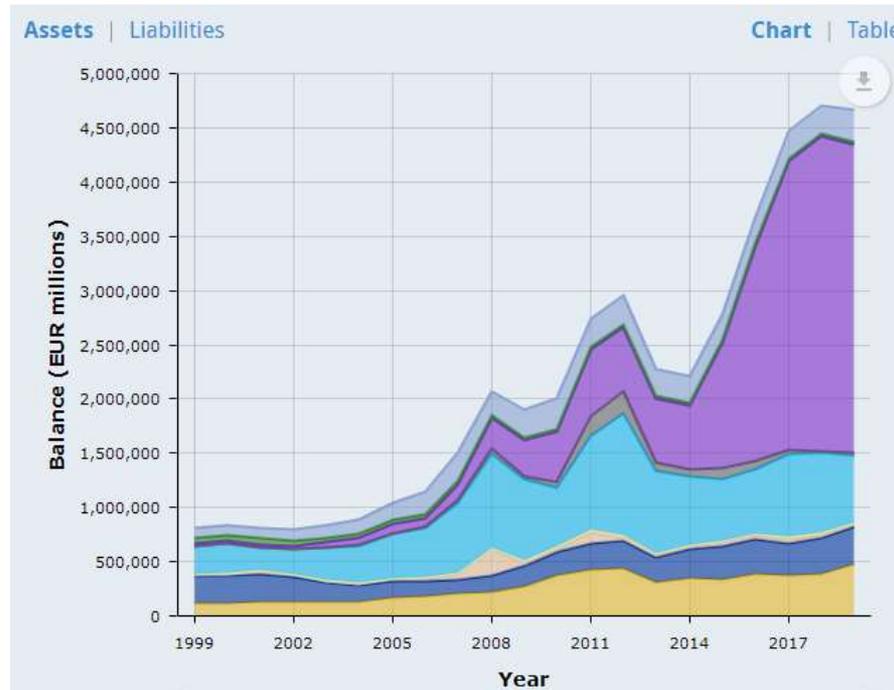


# POLITICA MONETARIA

## Una prospettiva contabile



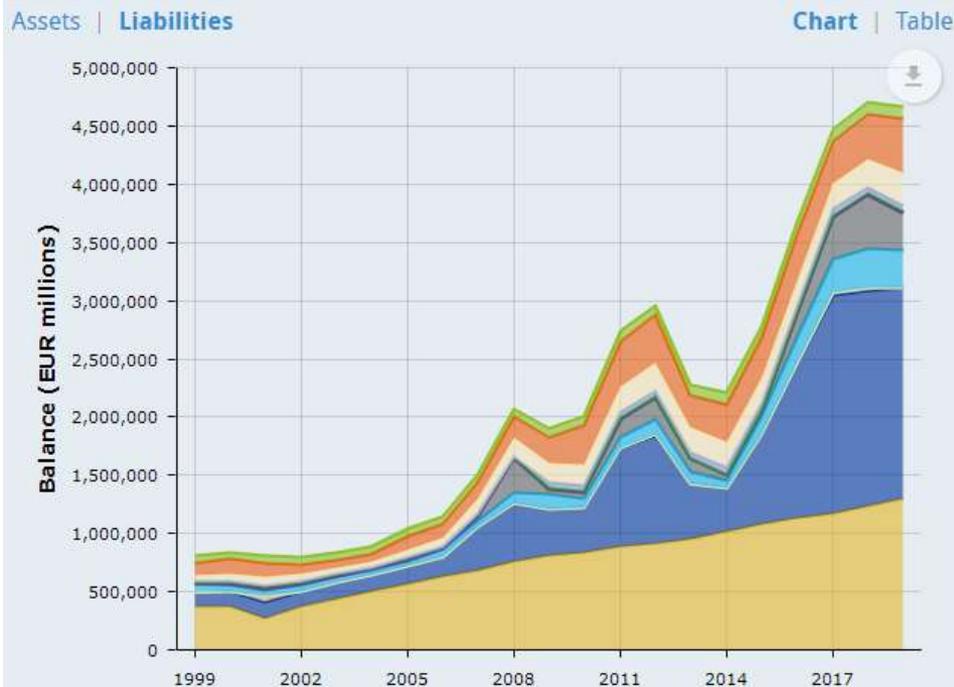
# POLITICA MONETARIA: ECB



## Balance (EUR millions) 2019

|                                     |   |                  |
|-------------------------------------|---|------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> | A1 Gold and gold receivables  | 470,742          |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency                          | 349,656          |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency                              | 22,074           |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A4 Claims on non-euro area residents denominated in euro                                      | 17,491           |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated | 624,232          |
| in euro                             |   |                  |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro                          | 18,849           |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A7 Securities of euro area residents denominated in euro                                      | 2,847,102        |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A8 General government debt denominated in euro  | 23,380           |
| <input checked="" type="checkbox"/> | A9 Other assets   | 297,899          |
| <b>Total:</b>                       |   | <b>4,671,425</b> |

# POLITICA MONETARIA: ECB



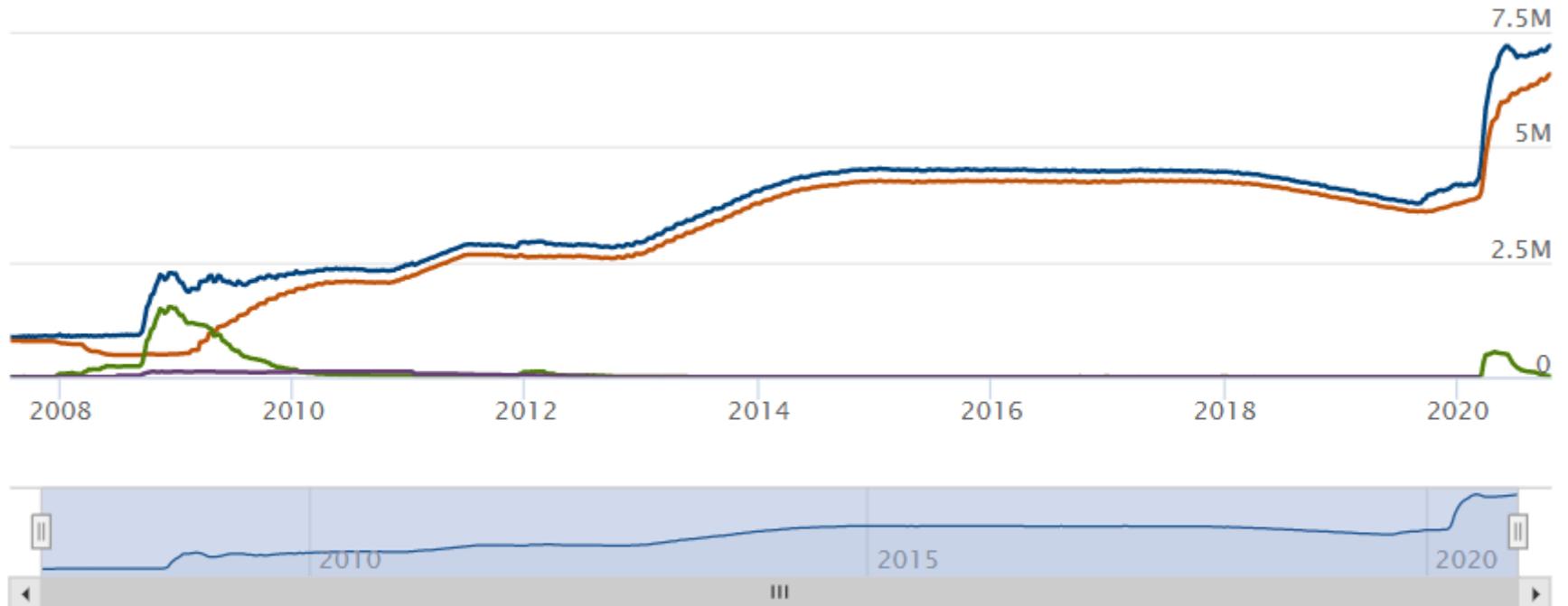
**Balance (EUR millions) 2019**

|   |                  |
|---|------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> L1 Banknotes in circulation   | 1,292,742        |
| <input checked="" type="checkbox"/> L2 Liabilities to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro | 1,813,377        |
| <input checked="" type="checkbox"/> L3 Other liabilities to euro area credit institutions denominated in euro                                 | 9,869            |
| <input checked="" type="checkbox"/> L4 Debt certificates issued   | 0                |
| <input checked="" type="checkbox"/> L5 Liabilities to other euro area residents denominated in euro   | 311,769          |
| <input checked="" type="checkbox"/> L6 Liabilities to non-euro area residents denominated in euro   | 321,429          |
| <input checked="" type="checkbox"/> L7 Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency                                     | 7,934            |
| <input checked="" type="checkbox"/> L8 Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency                                 | 7,408            |
| <input checked="" type="checkbox"/> L9 Counterpart of special drawing rights allocated by the IMF   | 57,371           |
| <input checked="" type="checkbox"/> L10 Other liabilities   | 275,376          |
| <input checked="" type="checkbox"/> L11 Revaluation accounts  | 466,595          |
| <input checked="" type="checkbox"/> L12 Capital and reserves  | 107,555          |
| <b>Total:</b>   | <b>4,671,425</b> |

# POLITICA MONETARIA: FED

Zoom 1m 3m 6m YTD 1y All

From Jul 30, 2007 To Oct 20, 2020



- Total Assets (In millions of dollars)
- Securities Held Outright (In millions of dollars)
- All Liquidity Facilities\* (In millions of dollars)
- Support for Specific Institutions\*\* (In millions of dollars)

# POLITICA MONETARIA: FED

Zoom

1m

3m

6m

YTD

1y

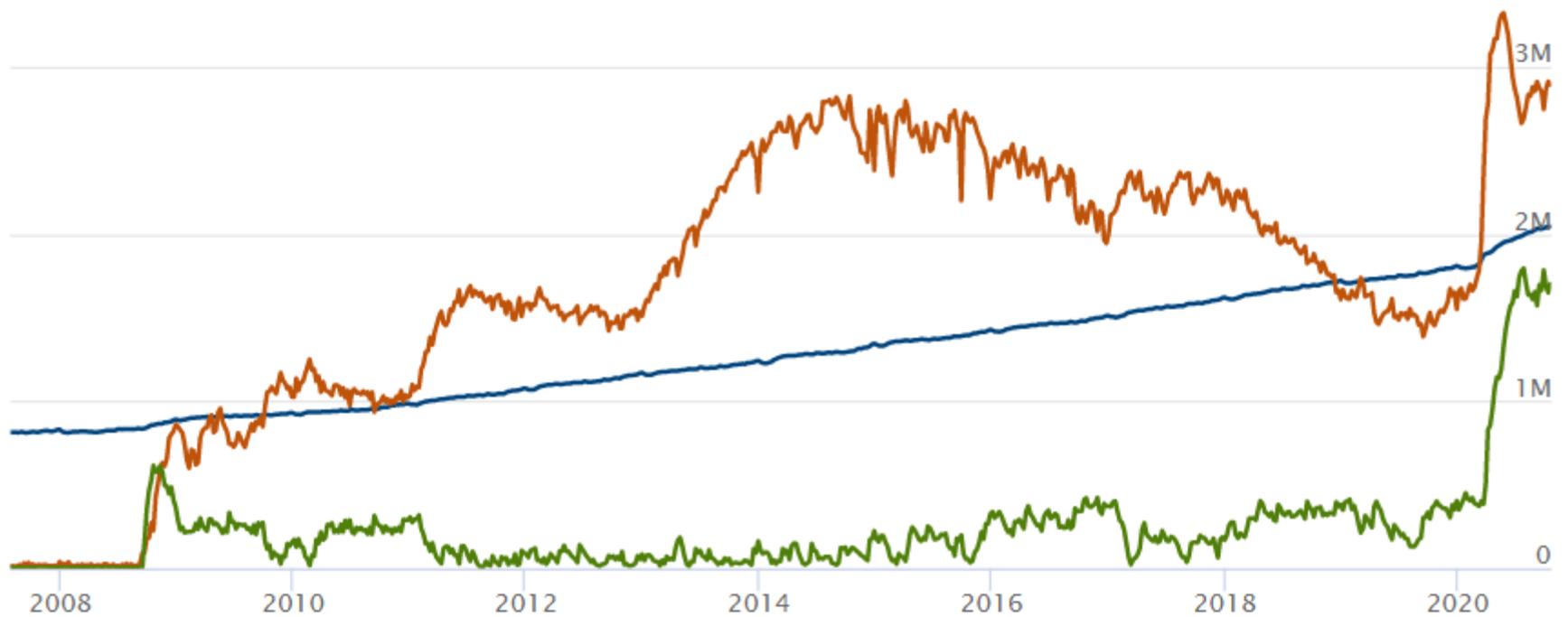
All

From

Jul 30, 2007

To

Oct 20, 2020



- Currency in Circulation (In millions of dollars)
- Deposits of Depository Institutions (In millions of dollars)
- Treasury Balance (In millions of dollars)

# STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA



## Operazioni di mercato aperto

- Principale strumento
- 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 specifico, non generale
- Se aumentano, incrementano le riserve e i prestiti in attivo, aumentando l'offerta di moneta

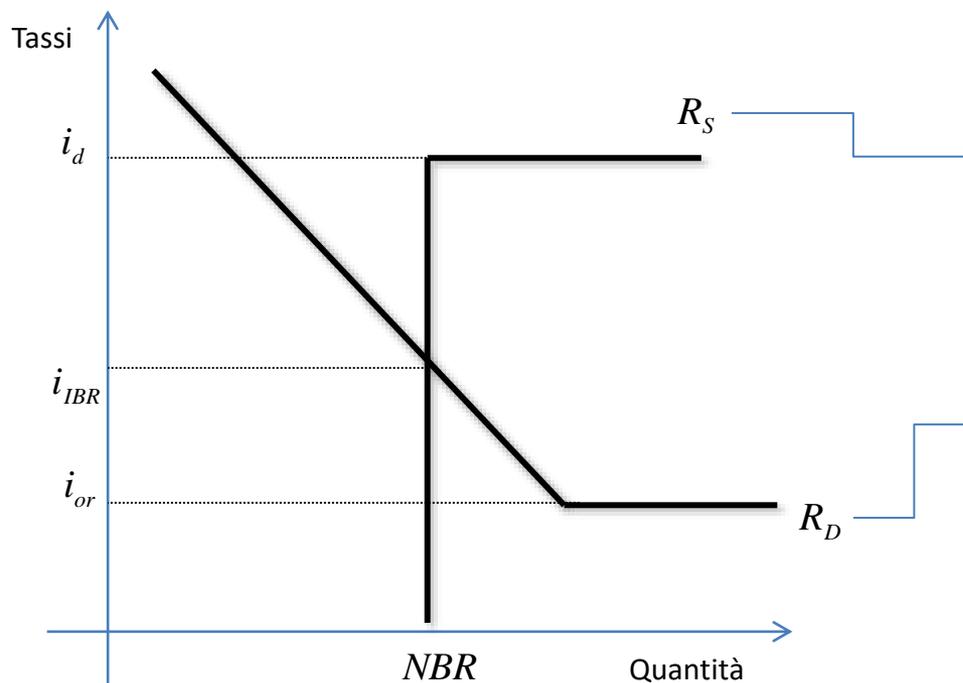
## Requisiti di riserva

- Strumento poco utilizzato per influenzare la gestione bancaria: rischio di liquidità

# 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  $i_d$



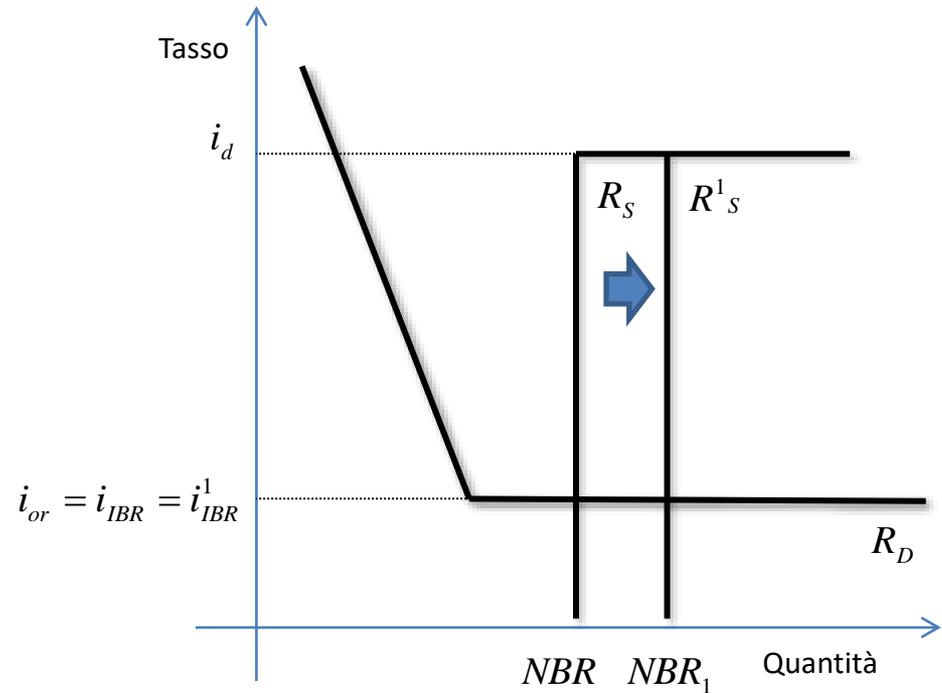
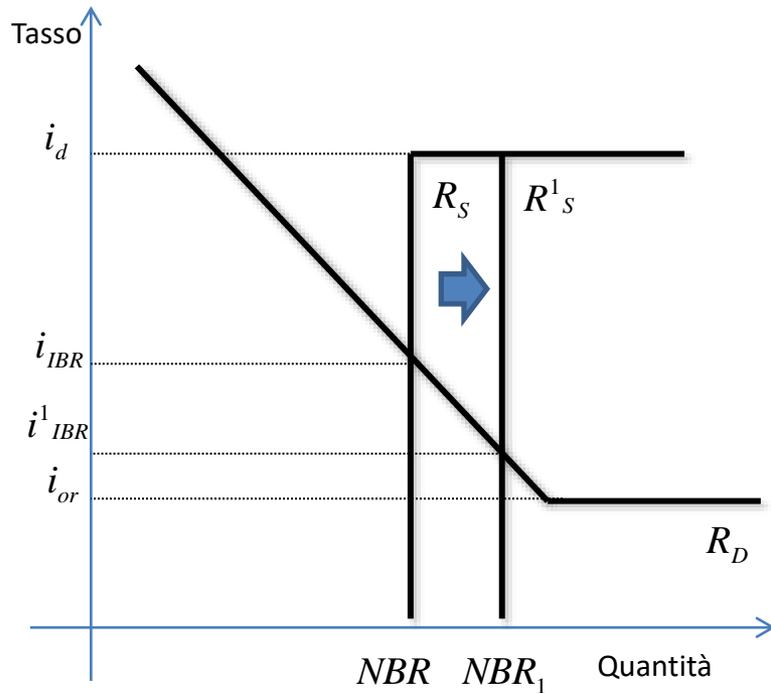
- Le riserve prese a prestito sarebbero zero (prestiti interbancari più convenienti) a meno che il tasso non eguagli quello di sconto
- Non può crescere ulteriormente altrimenti i fondi sarebbero arbitrati fra BC e interbancario

- 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

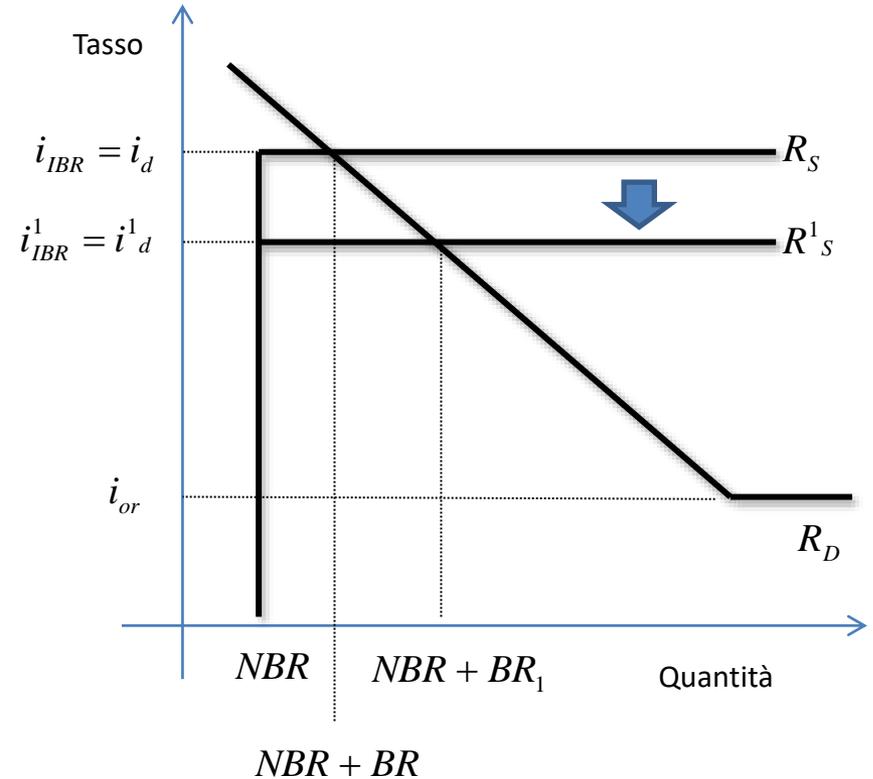
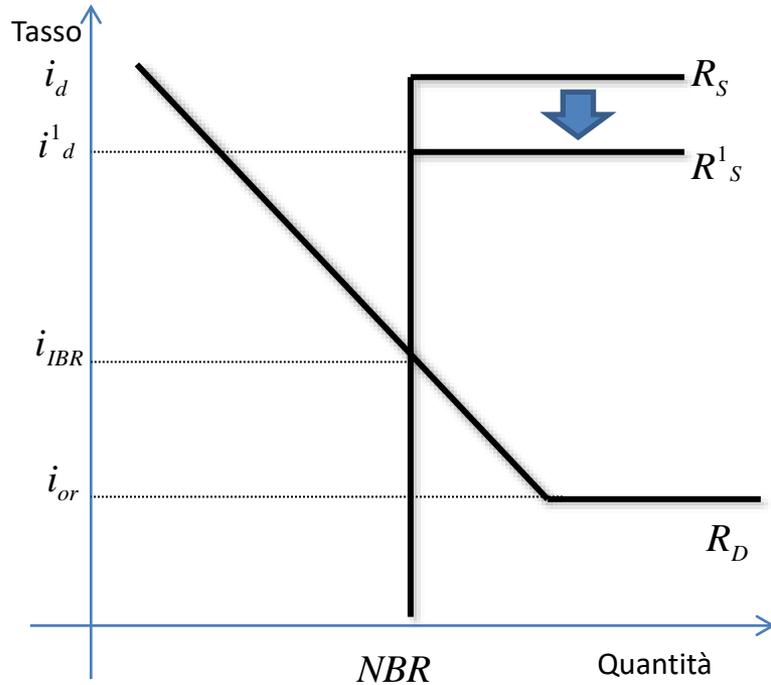
## Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



- Coinvolgono titoli di stato, soprattutto a BT
- Forme tecniche: P/T (effetti «difensivi), “*outright transaction*”
- BCE: operazioni di rifinanziamento principale (MRO), a lungo termine (LTRO) e *securities markets program* (SMP), TLTRO, QE, PEPP: crescita forme “non convenzionali”

# STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

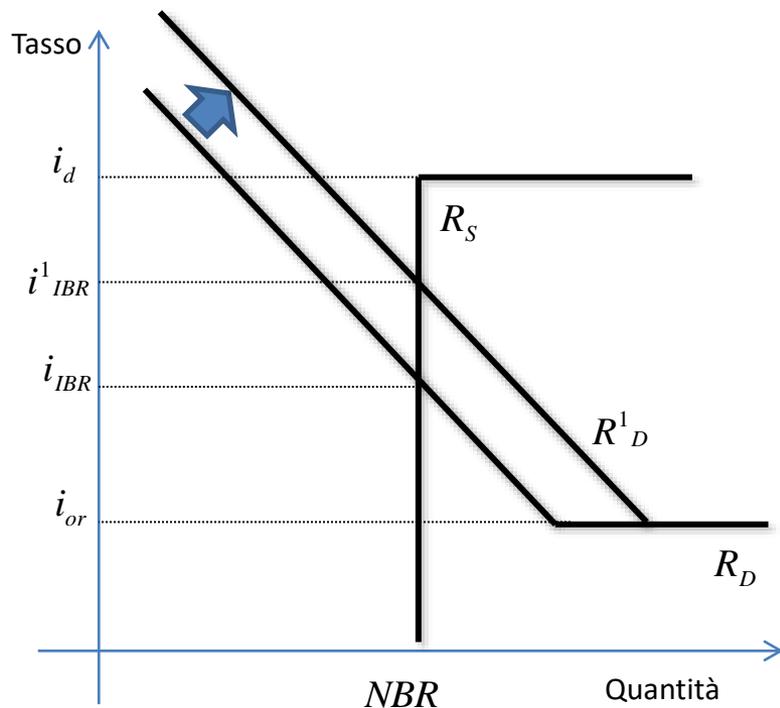
Effetti delle op. di prestito/rifinanziamento (riduzione dei tassi)



- Liquidità a breve termine, per istituzioni solvibili ma in difficoltà
- Funzione di “prestatore di ultima istanza” per evitare le corse agli sportelli: *moral hazard*
- BCE: rifinanziamento marginale

# 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

- BCE: dal 2019 introduzione di un «*two-tier system*»: tasso 0% fino a sei volte il requisito, tasso negativo oltre tale soglia

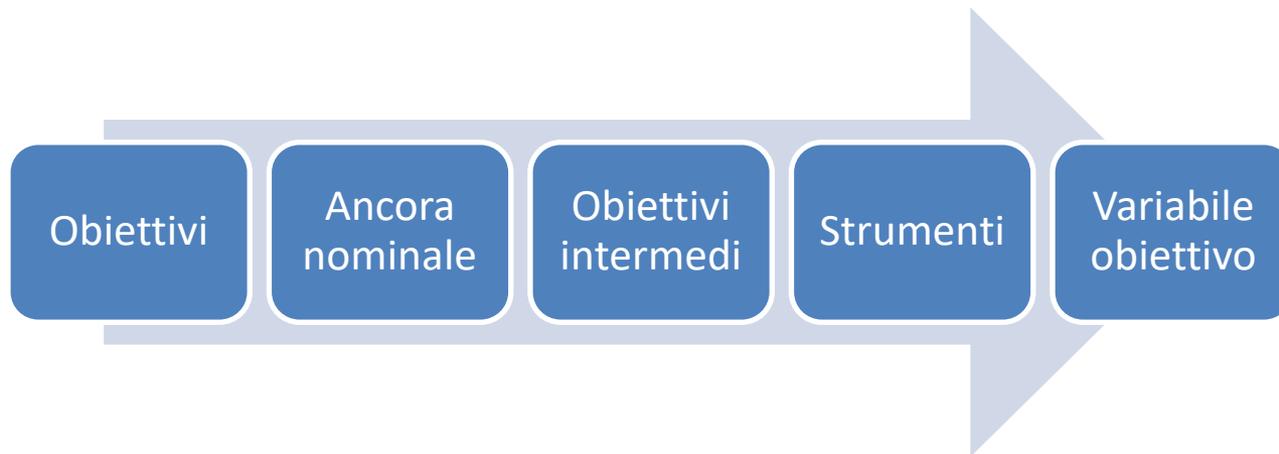
# STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

## “Politiche non convenzionali”

- *Negative interest rate policies* per evitare deflazione
  - Efficace sullo ZLB
  - Effetti collaterali: margini delle banche
  - Effetti di lungo periodo: ?
- *Prestiti “inusuali”* per limitare gli effetti di mancata trasmissione della politica monetaria
  - Contenimento dei problemi di rifinanziamento interbancario e del mercato monetario (scadenze più lunghe, ampliamento garanzie, delle controparti, obiettivi di reinvestimento, ...)
  - Effetti collaterali: allocazione inefficiente del credito, debole riduzione della leva
- *Asset purchase programmes*
  - Protezione di attivi durante vendite di massa e incentive a cartolarizzazioni
  - Effetti collaterali: indebolimento del bilancio della BC, *mispricing*, scarsità nel mercato REPO, *spillover* sulle merci
- *Forward guidance*
  - Influenza su aspettative e incertezza
  - Ruolo della credibilità



# OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA



## Obiettivo primario: stabilità dei prezzi

- «basso e stabile aumento dei livelli dei prezzi»
- la stabilità riduce l'incertezza, il livello basso/positivo stimola la crescita
- Necessità di un'*ancora nominale* (variabile obiettivo):
  - Inflazione oppure offerta di moneta
  - Riduce l'incoerenza intertemporale
  - Riduce la discrezionalità

# 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 monetarie, tasso di disoccupazione "naturale"
- **Crescita** economica promuovendo risparmio e investimento
- **Stabilità dei mercati**
- **Stabilità dei tassi**
- **Stabilità del cambio:**
  - A sostegno della competitività
  - Riduce l'inflazione "importata"
  - Riduce l'incertezza
  - Sostenere le economie dipendenti dal commercio internazionale



# OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

- nel lungo periodo convergono, ma confliggono a breve
- per tale ragione, le BC ricevono:
  - **mandati gerarchici**: obiettivo principale la stabilità dei prezzi, mentre crescita e occupazione sono secondari (es. BCE), minore incoerenza intertemporale fra di essi
  - **mandato duale**: tentando di raggiungere congiuntamente stabilità dei prezzi e minima disoccupazione (es. FED).



# OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

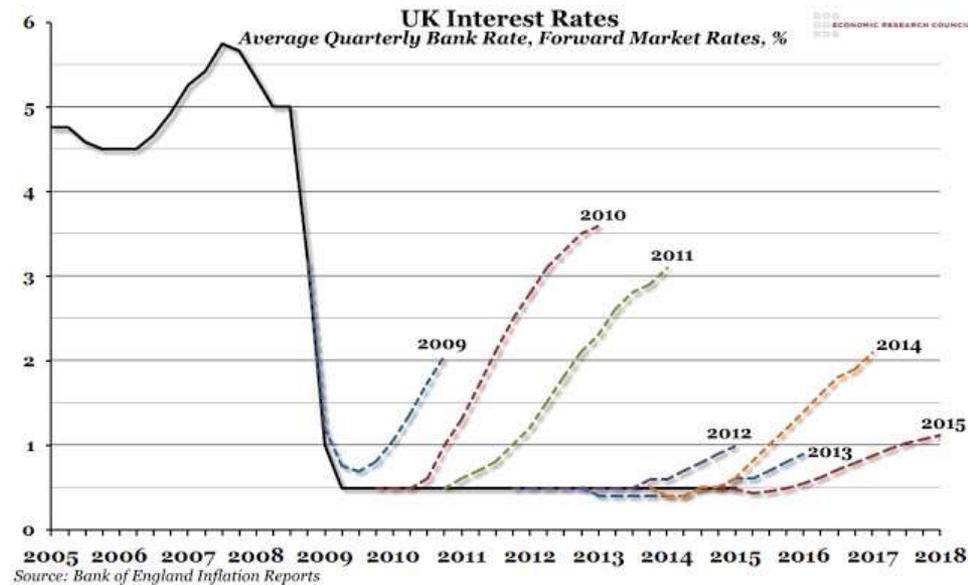
La stabilità dei prezzi viene raggiunta attraverso l'influenza sull'**inflazione**.

Ragioni:

- Obiettivo **comprensibile e comunicabile facilmente**
- **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**
- Agire direttamente sull'inflazione non è semplice, per cui le BC operano su **obiettivi intermedi** (aggregati monetari e, soprattutto, **tassi di interesse**)



# POLITICHE MONETARIE E CRISI

## Bolle e crisi finanziarie:

- Veicolate dal credito: aumento del valore percepito di un attivo, poi la tendenza si inverte, le perdite si aggravano rapidamente distruggendo 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*)

Il secondo caso è difficile da anticipare (la BC batte il mercato?), gli impatti sono limitati

Restano quelle **del credito**...



# POLITICHE MONETARIE E CRISI

## Quale strumento utilizzare per le crisi veicolate dal credito?

- 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, se non durante il **recupero**
- Le “responsabilità” maggiori: **regolamentazione e vigilanza?**



# 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 possibili azioni future (**interventi sterilizzati**)



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

- **Cambi flessibili** possono essere influenzati («dirty»)
- **Cambi rigidi** devono essere gestiti quotidianamente

**Trilemma:** tassi di cambio, base monetaria, tassi di interesse?

# ESEMPI

## 1. Rapporto annuale del SEBC

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.en.html>

