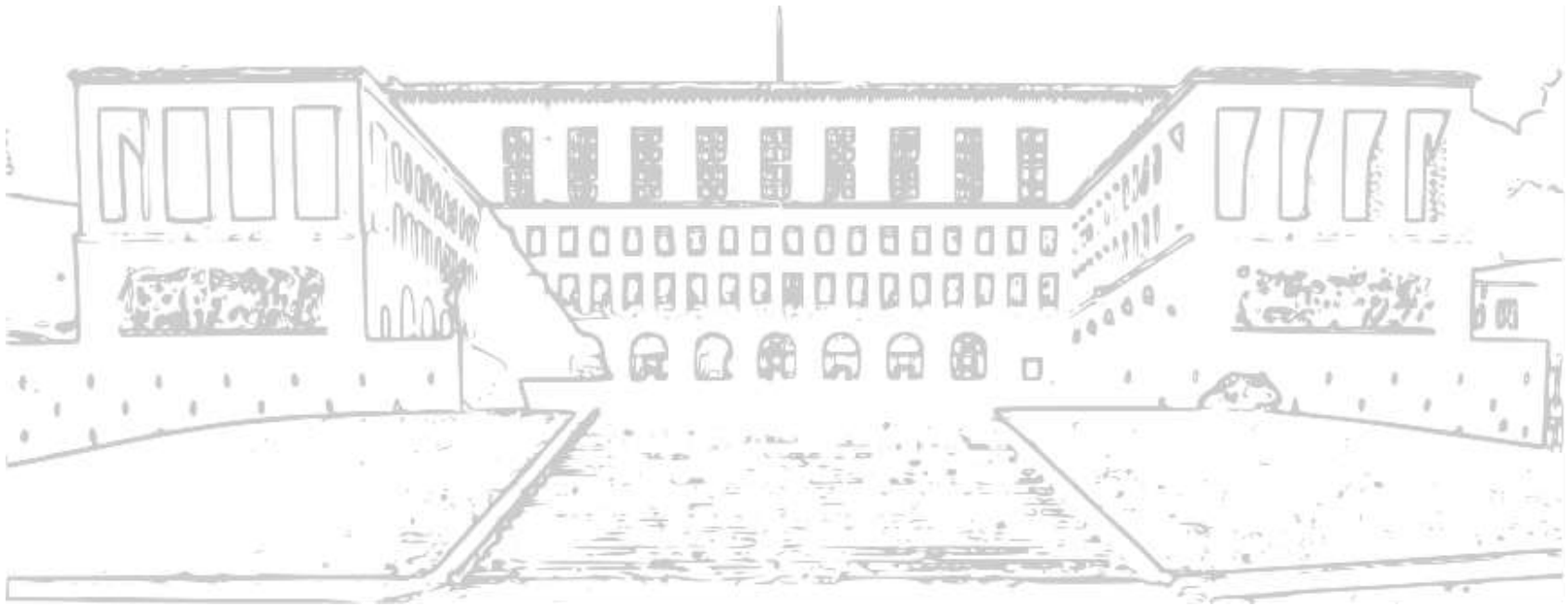


BANCHE CENTRALI

A.A. 2021/2022

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



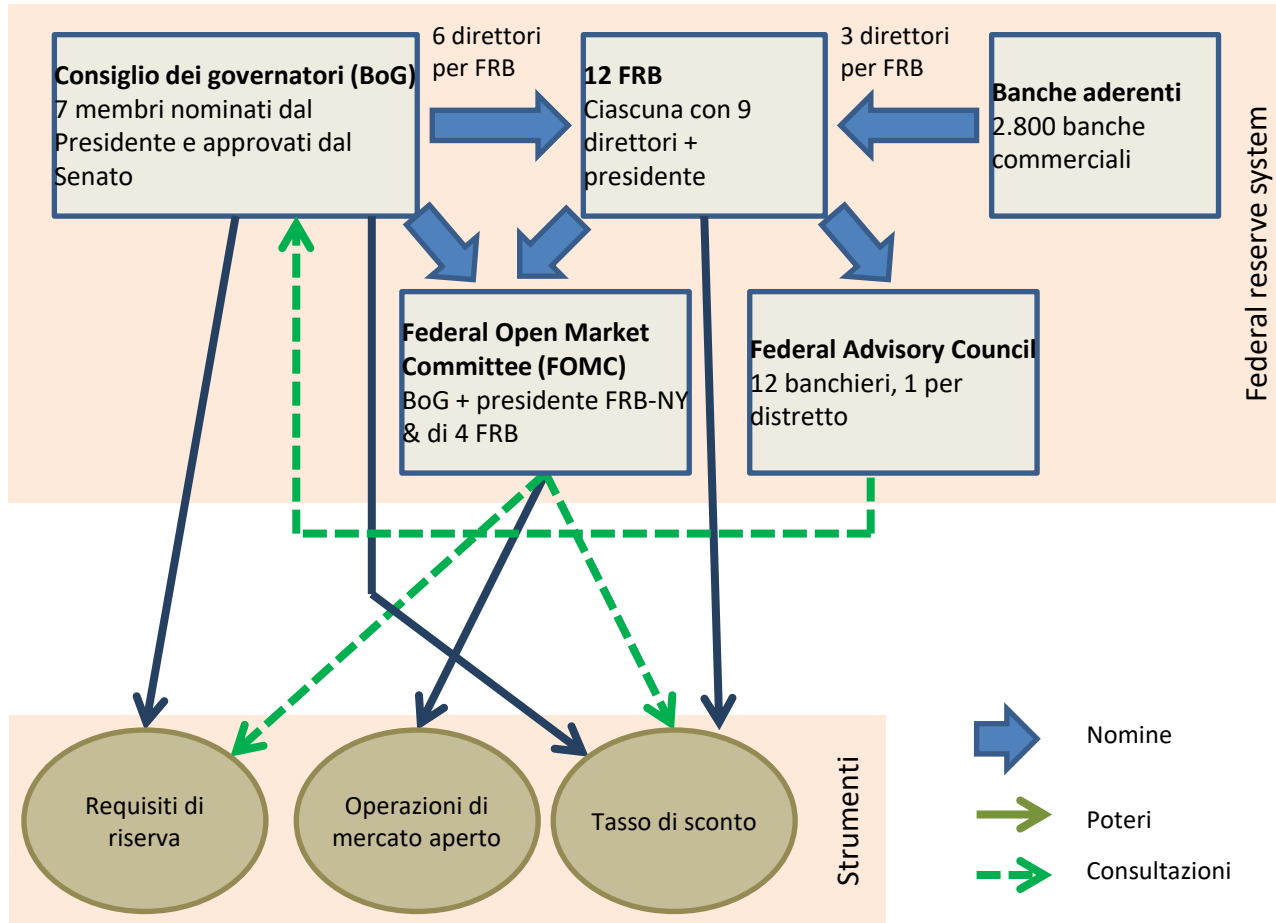
ARGOMENTI



- 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

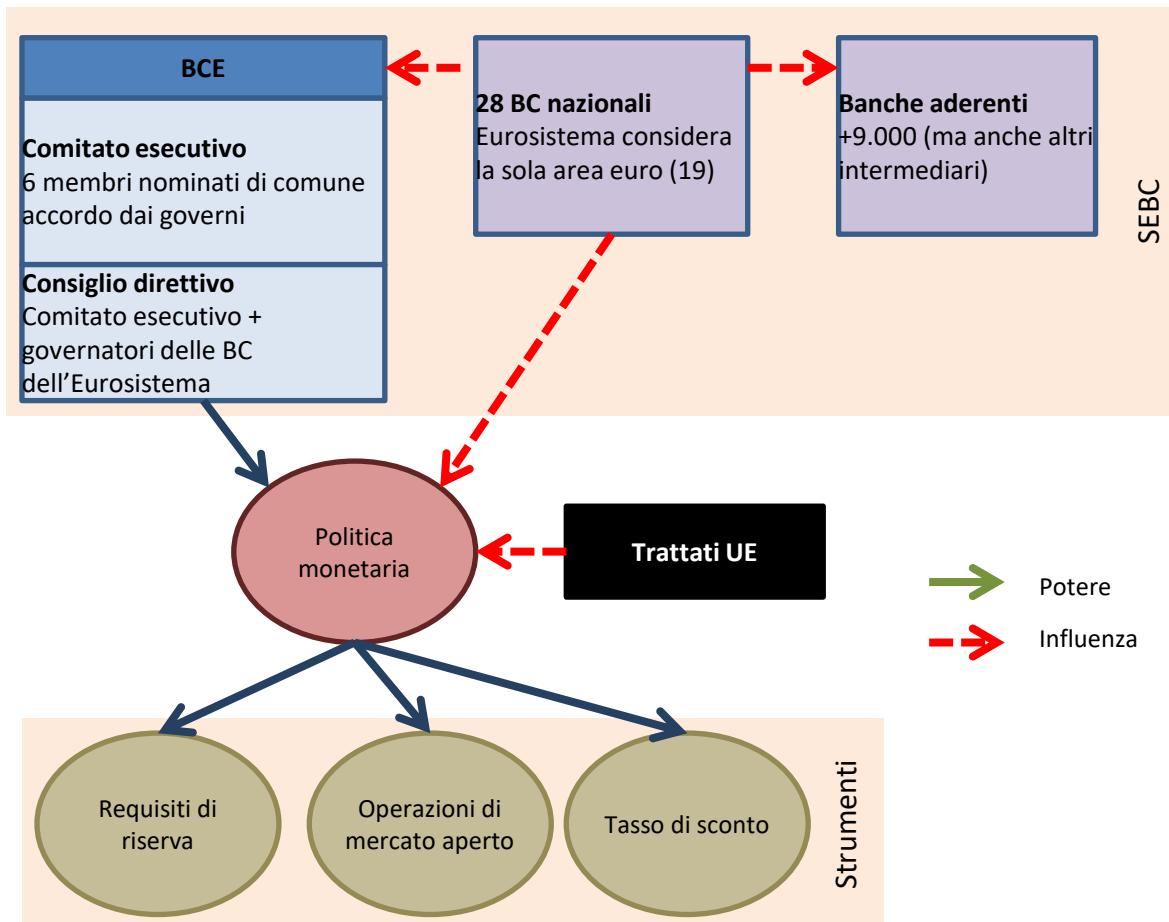


- BoG: controllo sugli strumenti, con responsabilità pubblica e interna del presidente
- FOMC ("the Fed"):
 - Il sistema è libero di stabilire gli strumenti da utilizzare e gli scopi (indipendenza duplice)
 - influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente



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?

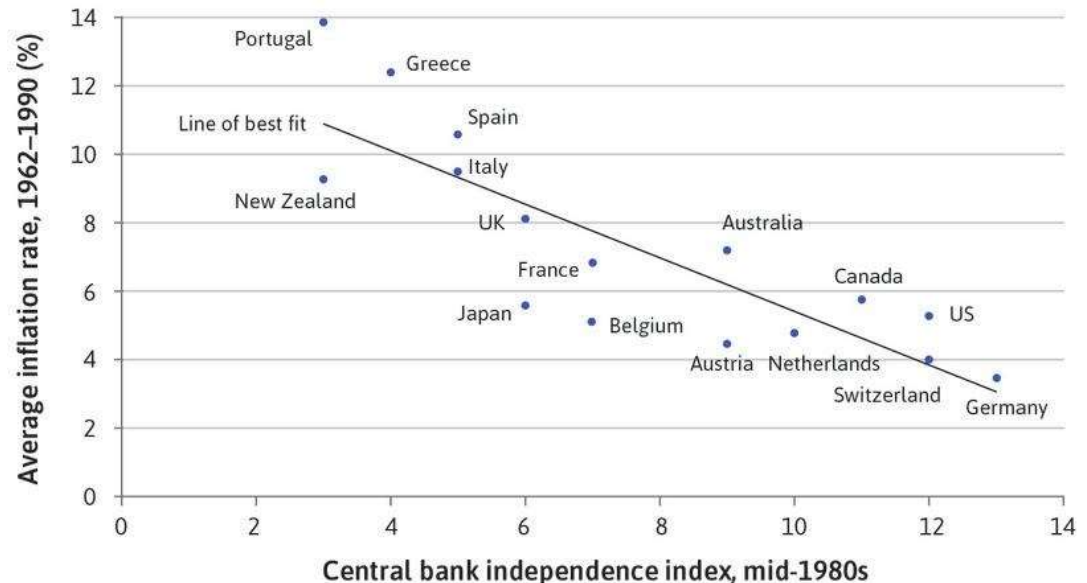
- **Vantaggi** dell'indipendenza:

- 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



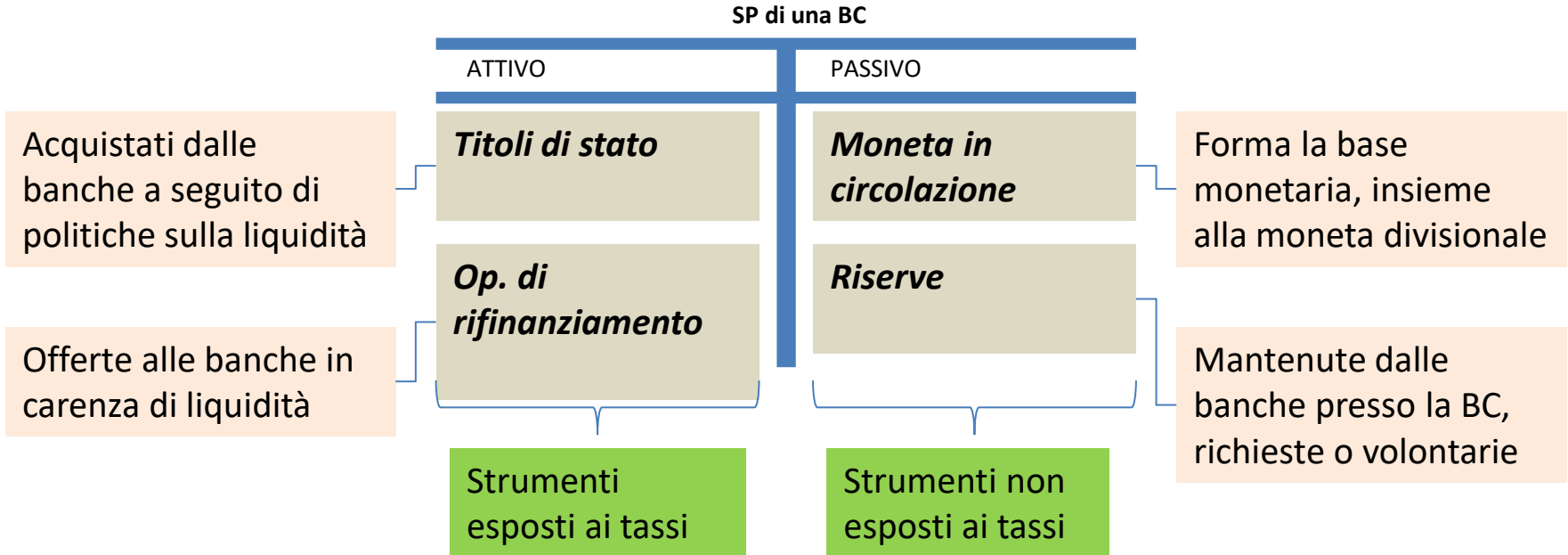
- **Svantaggi** dell'indipendenza:

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

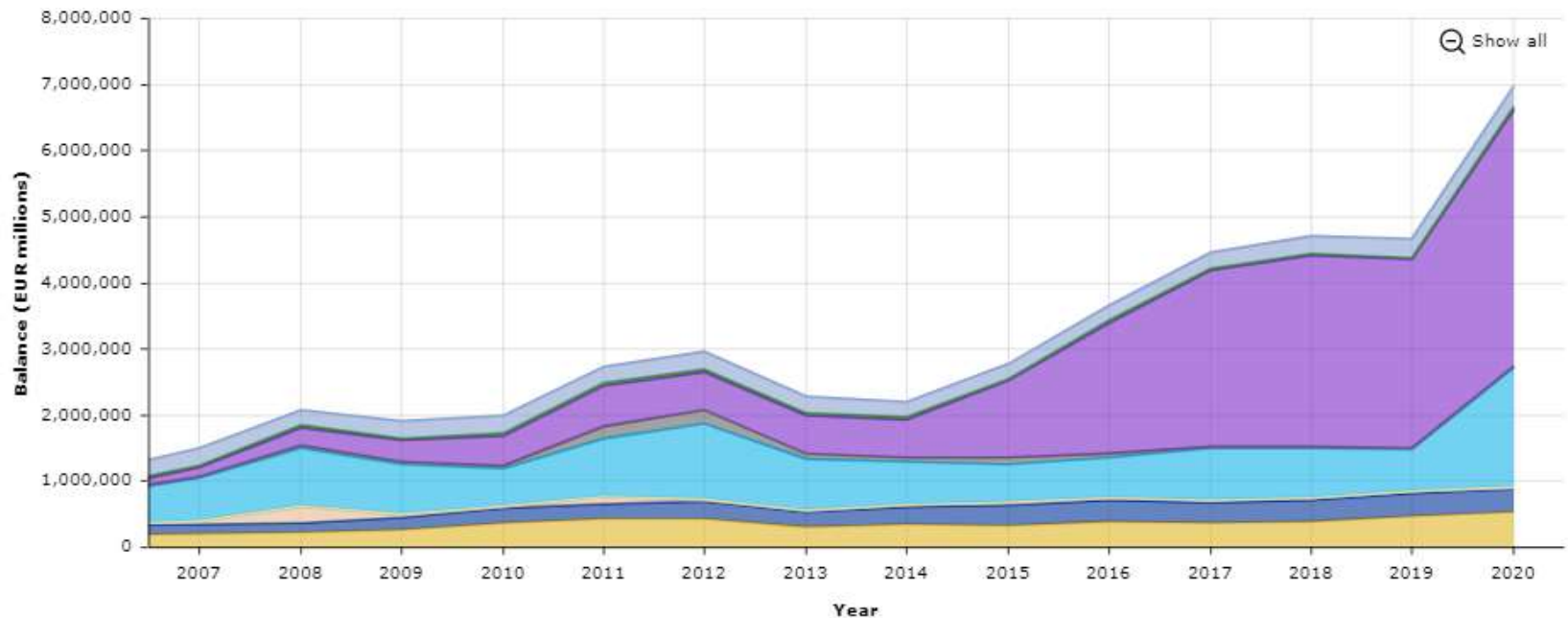


POLITICA MONETARIA

Una prospettiva contabile



POLITICA MONETARIA: ECB

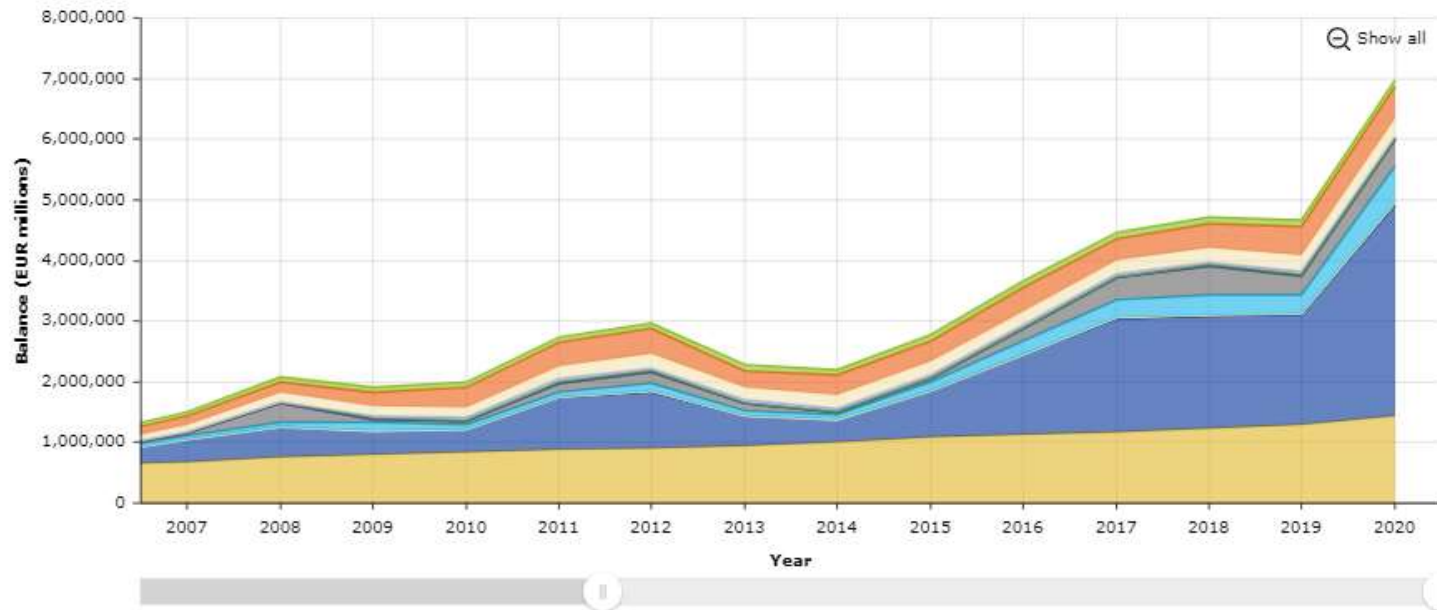


☒ Select all

	Balance (EUR millions) 2020
☒ A1 Gold and gold receivables	536,542
☒ A2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	347,174
☒ A3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency	23,437
☒ A4 Claims on non-euro area residents denominated in euro	14,336
☒ A5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro	1,793,194
☒ A6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	25,473
☒ A7 Securities of euro area residents denominated in euro	3,890,770
☒ A8 General government debt denominated in euro	22,676
☒ A9 Other assets	324,056

Total: 6,977,658

POLITICA MONETARIA: ECB



☒ Select all

- ☒ L1 Banknotes in circulation
- ☒ L2 Liabilities to euro area credit institutions
- ☒ L3 Other liabilities to euro area credit institutions denominated in euro
- ☒ L4 Debt certificates issued
- ☒ L5 Liabilities to other euro area residents denominated in euro
- ☒ L6 Liabilities to non-euro area residents denominated in euro
- ☒ L7 Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency
- ☒ L8 Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency
- ☒ L9 Counterpart of special drawing rights allocated by the IMF
- ☒ L10 Other liabilities
- ☒ L11 Revaluation accounts
- ☒ L12 Capital and reserves

Balance (EUR millions) 2020

1,434,512

3,489,368

23,563

0

611,130

431,145

7,815

3,924

54,799

299,252

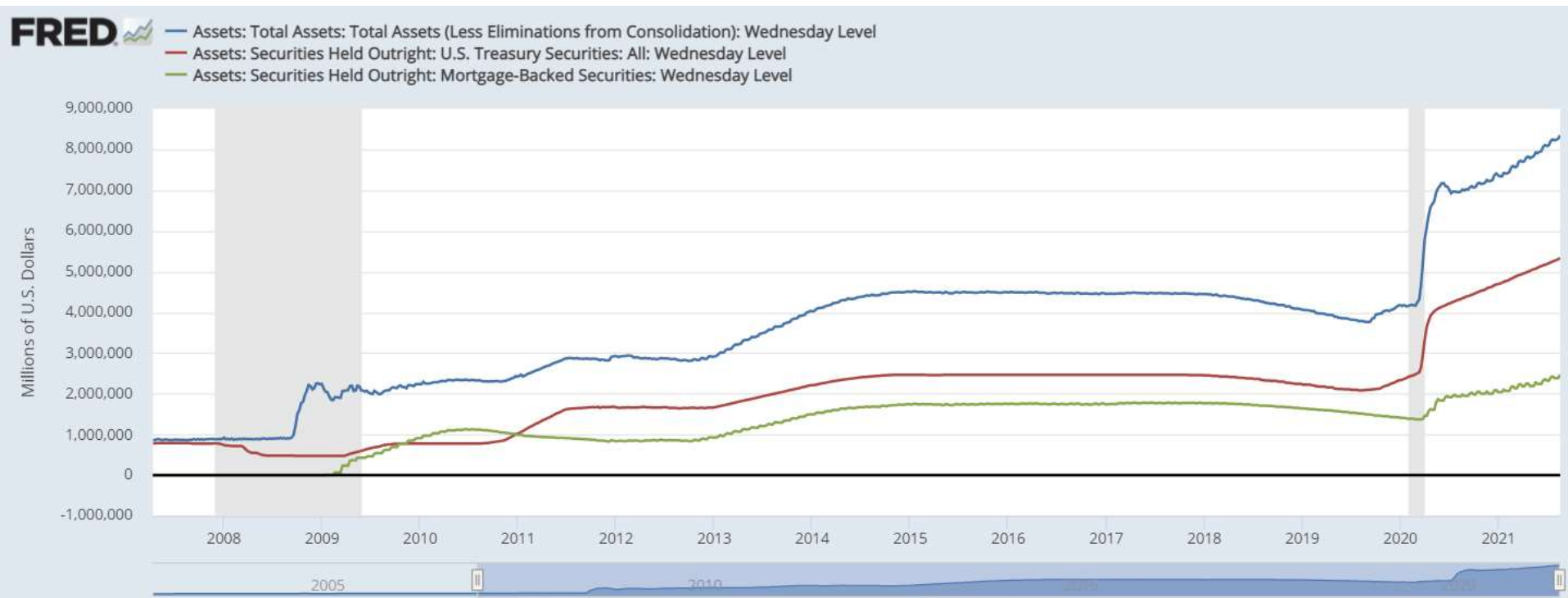
512,503

109,647

Total:

6,977,658

POLITICA MONETARIA: FED



POLITICA MONETARIA: FED



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

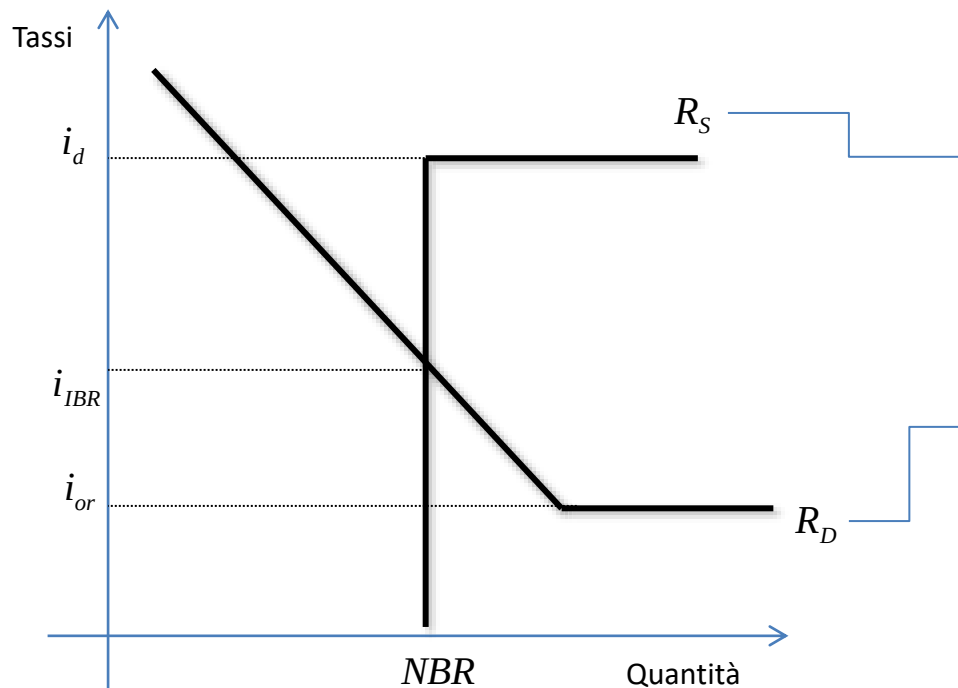
Requisiti di riserva

- 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



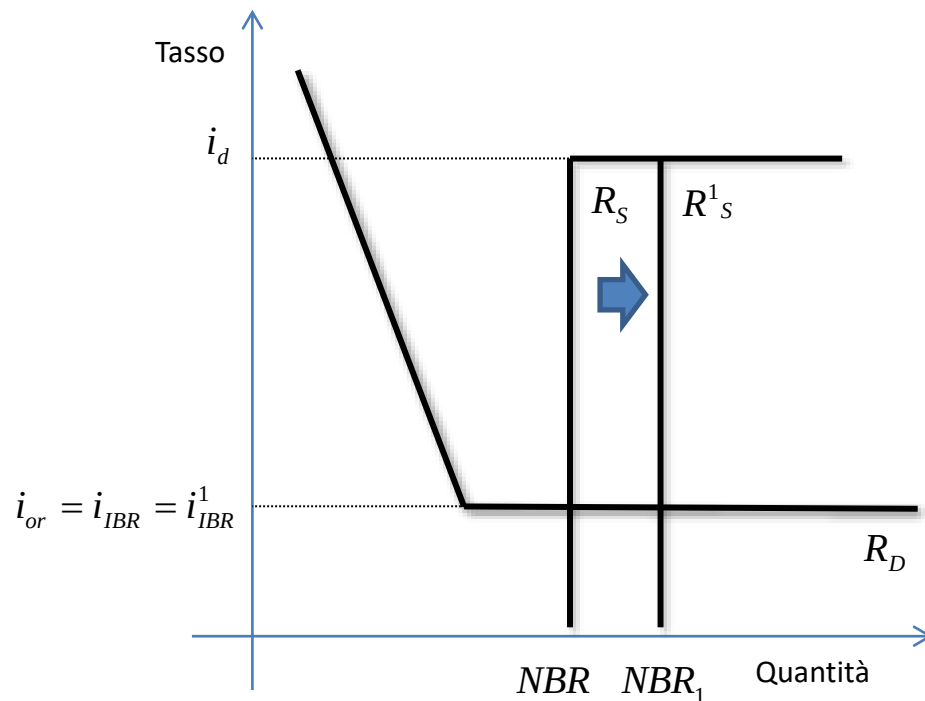
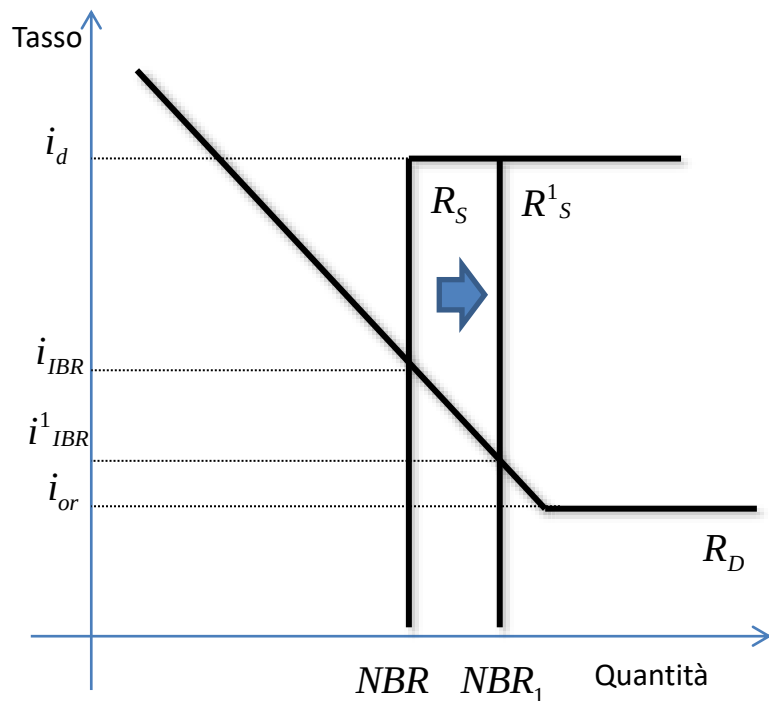
- Le riserve prese a prestito sarebbero zero (prestiti interbancari più convenienti) a meno che il tasso non eguagli quello di sconto
- Non può crescere ulteriormente altrimenti i fondi sarebbero arbitrati fra BC e interbancario

- 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

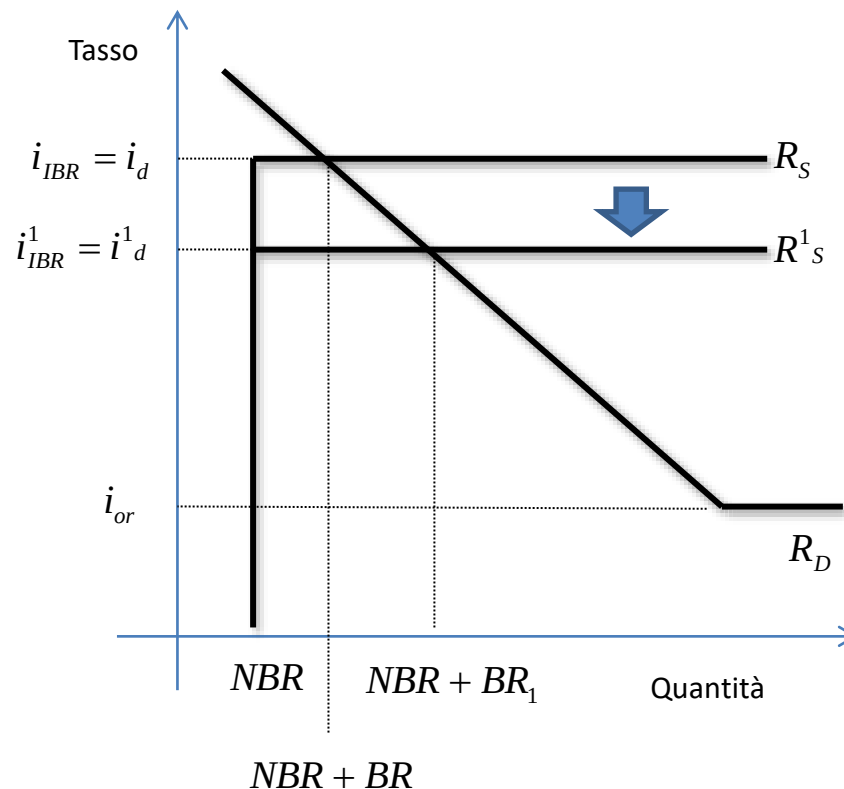
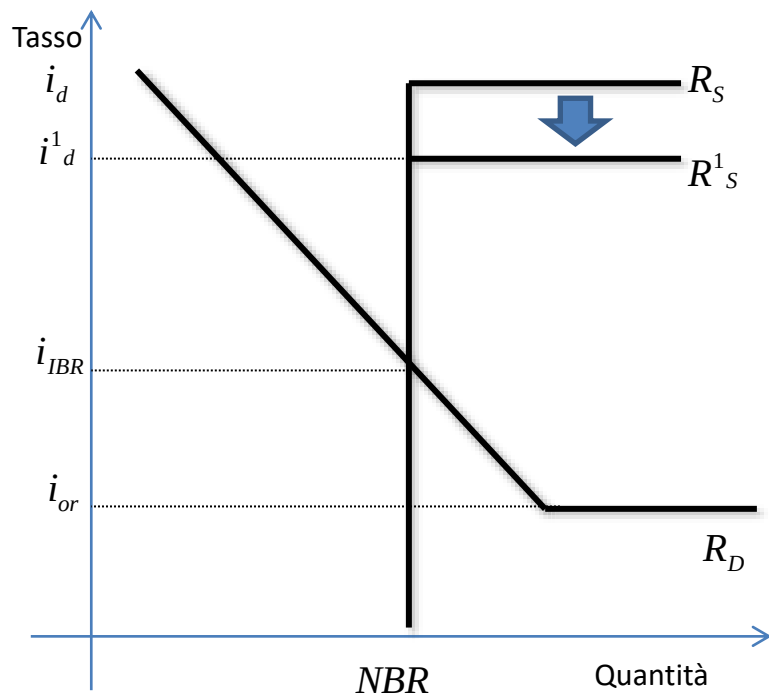
Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



- 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

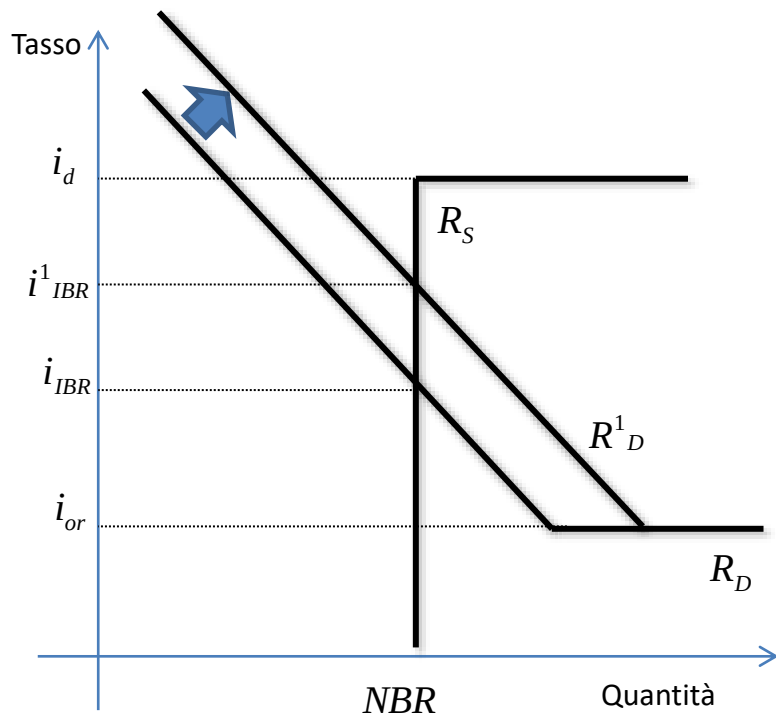
Effetti delle op. di prestito/rifinanziamento (riduzione dei tassi)



- 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

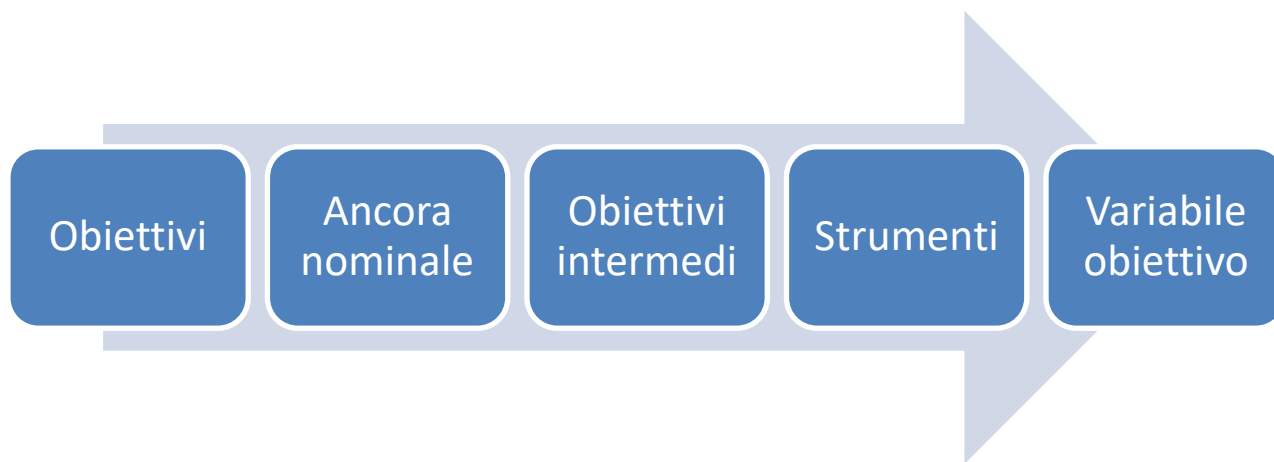
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

“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 e la discrezionalità
- recentemente, passaggio di FED ed ECB ad obiettivo «simmetrico» (con modalità diverse)

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:
 - **mandato gerarchico**: 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

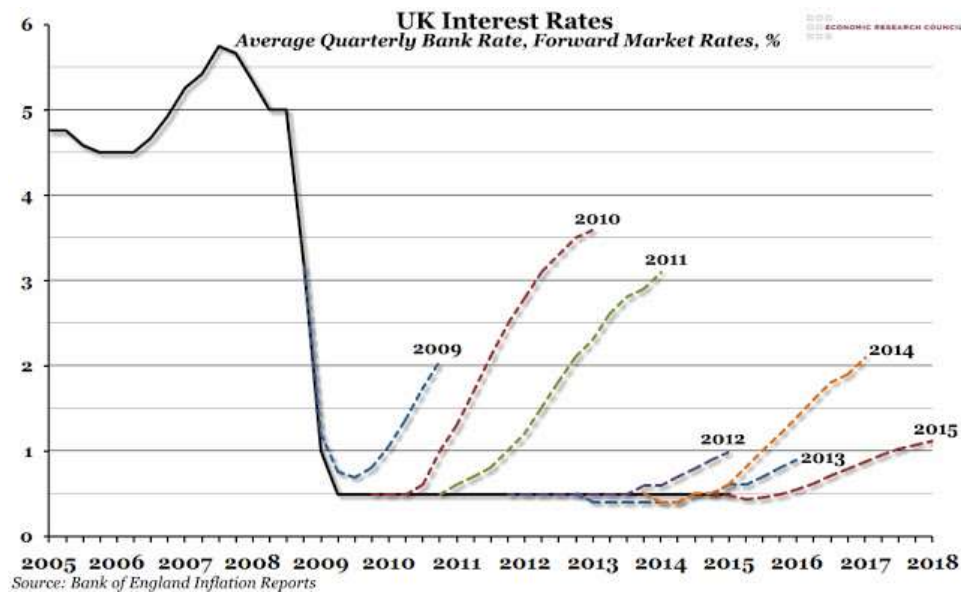
La stabilità dei prezzi viene raggiunta attraverso l'influenza sull'**inflazione**.

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 ECB e FED

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.en.html>

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2020-annual-report.pdf>

