

B10. BANCHE CENTRALI

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

A.A. 2022/23

PROF. ALBERTO DREASSI – ADREASSI@UNITS.IT



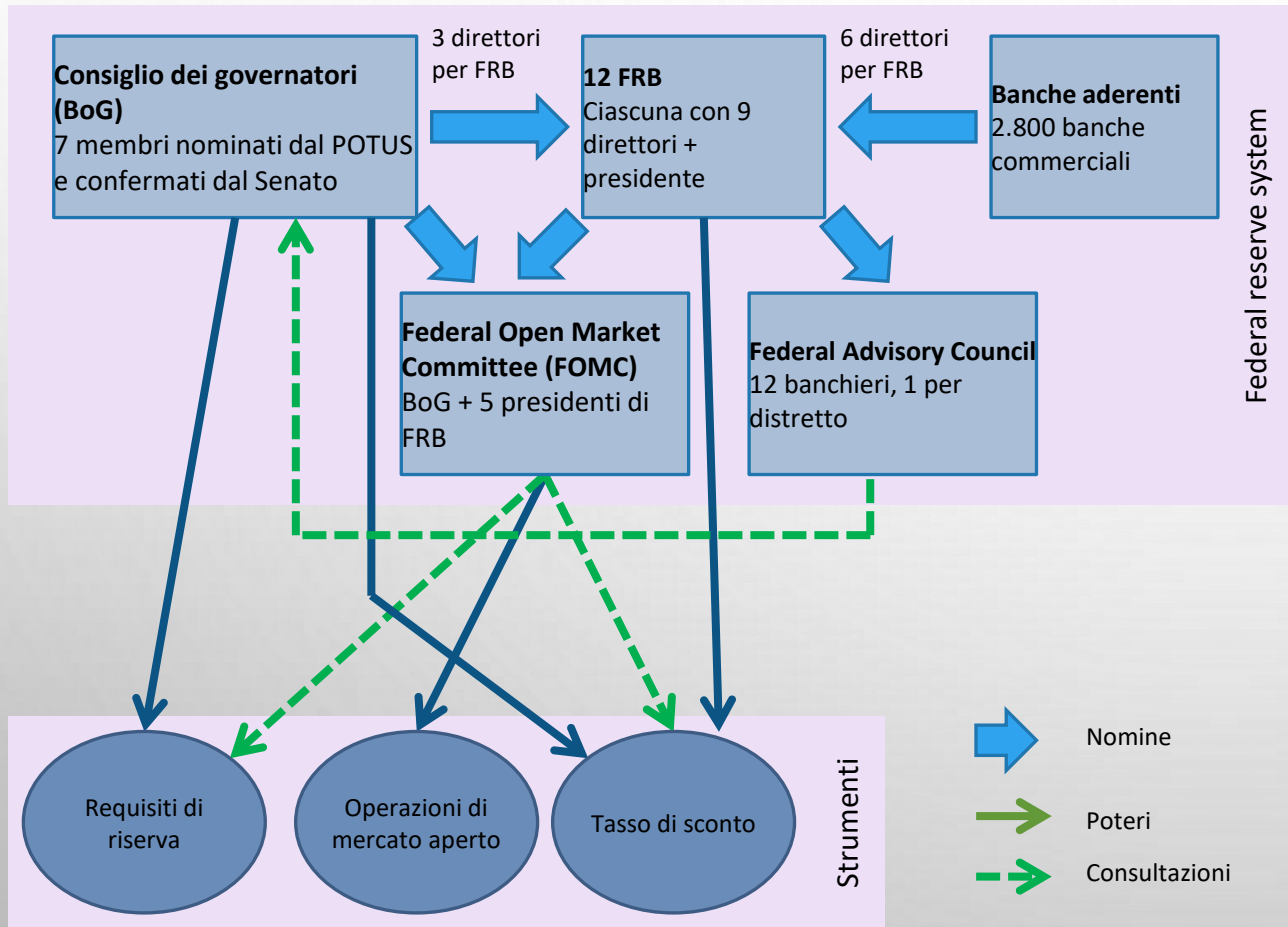
ARGOMENTI



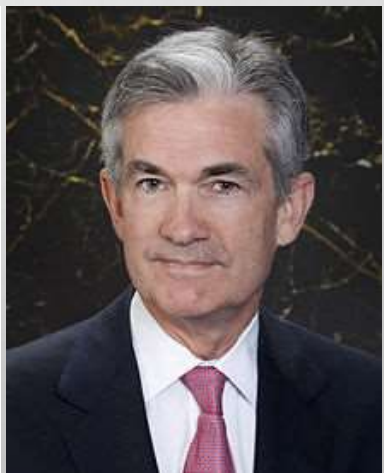
- FED E BCE: ANALOGIE E DIFFERENZE FRA BC?
- POLITICA MONETARIA: STRUMENTI, OBIETTIVI E MANDATI
- BC E CRISI FINANZIARIE
- BC E VALUTE

FED USA

Sistema complesso: bilancia poteri, controlli e responsabilità (indipendente *within the government*)

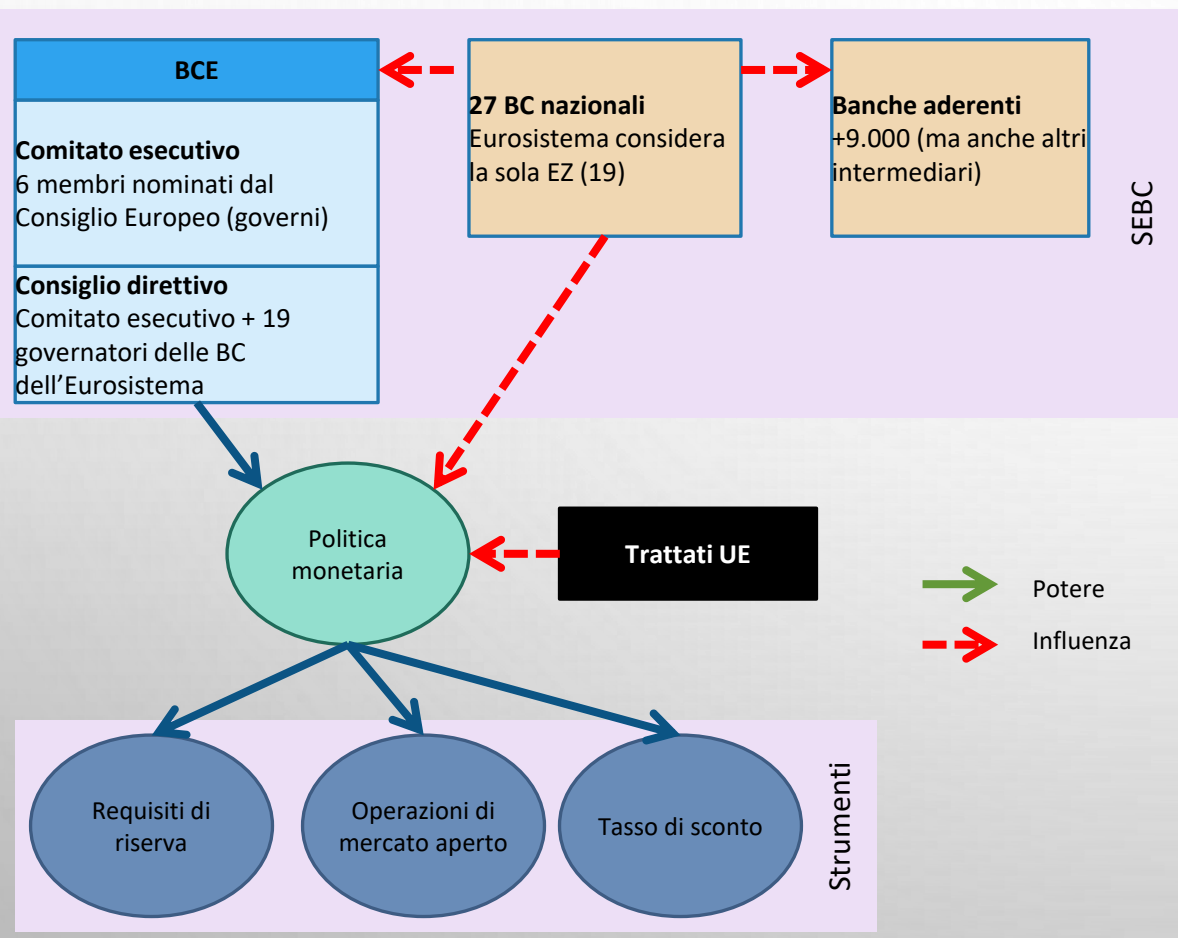


- BoG: controllo sugli strumenti, con responsabilità pubblica e interna del presidente
- FOMC ("the Fed"):
 - Il sistema è libero di stabilire gli strumenti da utilizzare e gli scopi (indipendenza duplice)
 - influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente



ECB EU

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



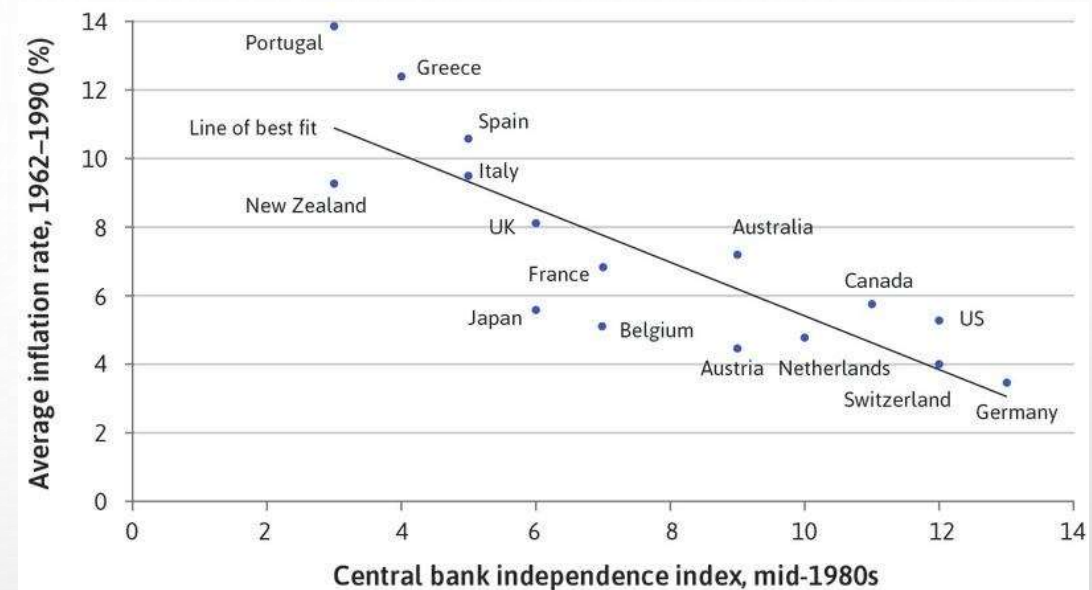
PERCHÉ MODELLI DIVERSI?

- **Vantaggi** dell'indipendenza:

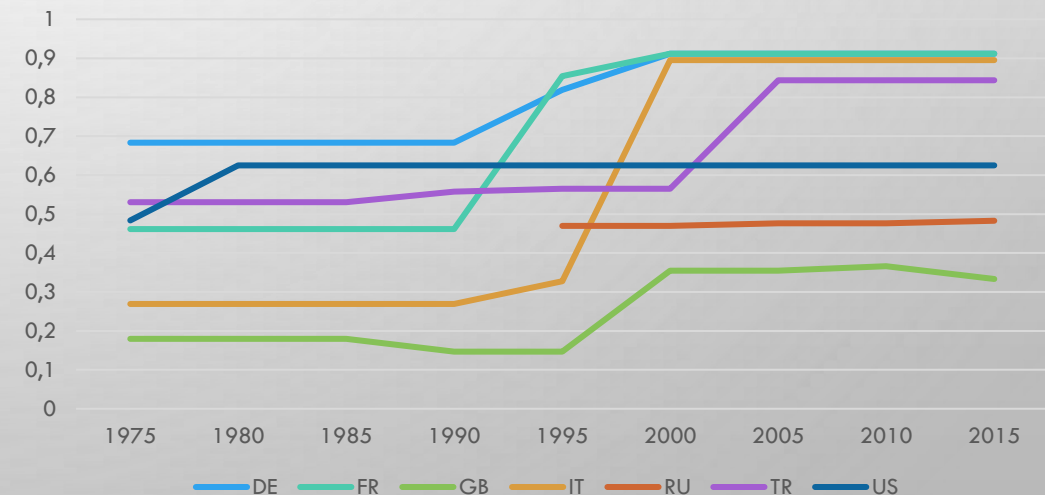
- Influenza politica causa inflazione agendo sul breve (occupazione e tassi): mandati elettivi
- Il Tesoro non può collocare debito pubblico nel sistema bancario senza confrontarsi con il mercato
- La politica monetaria richiede conoscenze/esperienza

- **Svantaggi** dell'indipendenza:

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



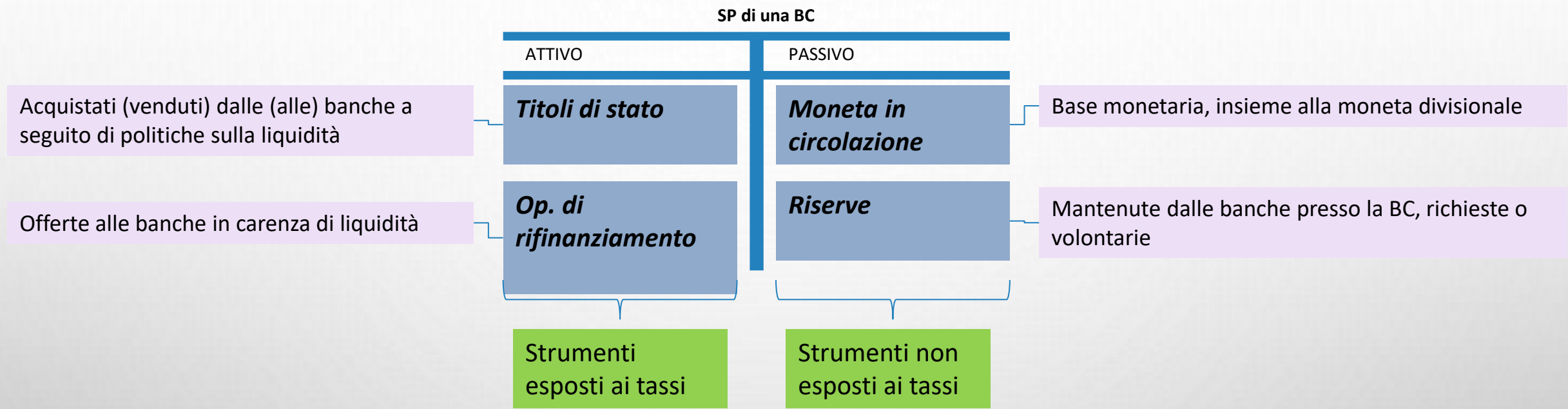
CBI (Romelli, 2022)



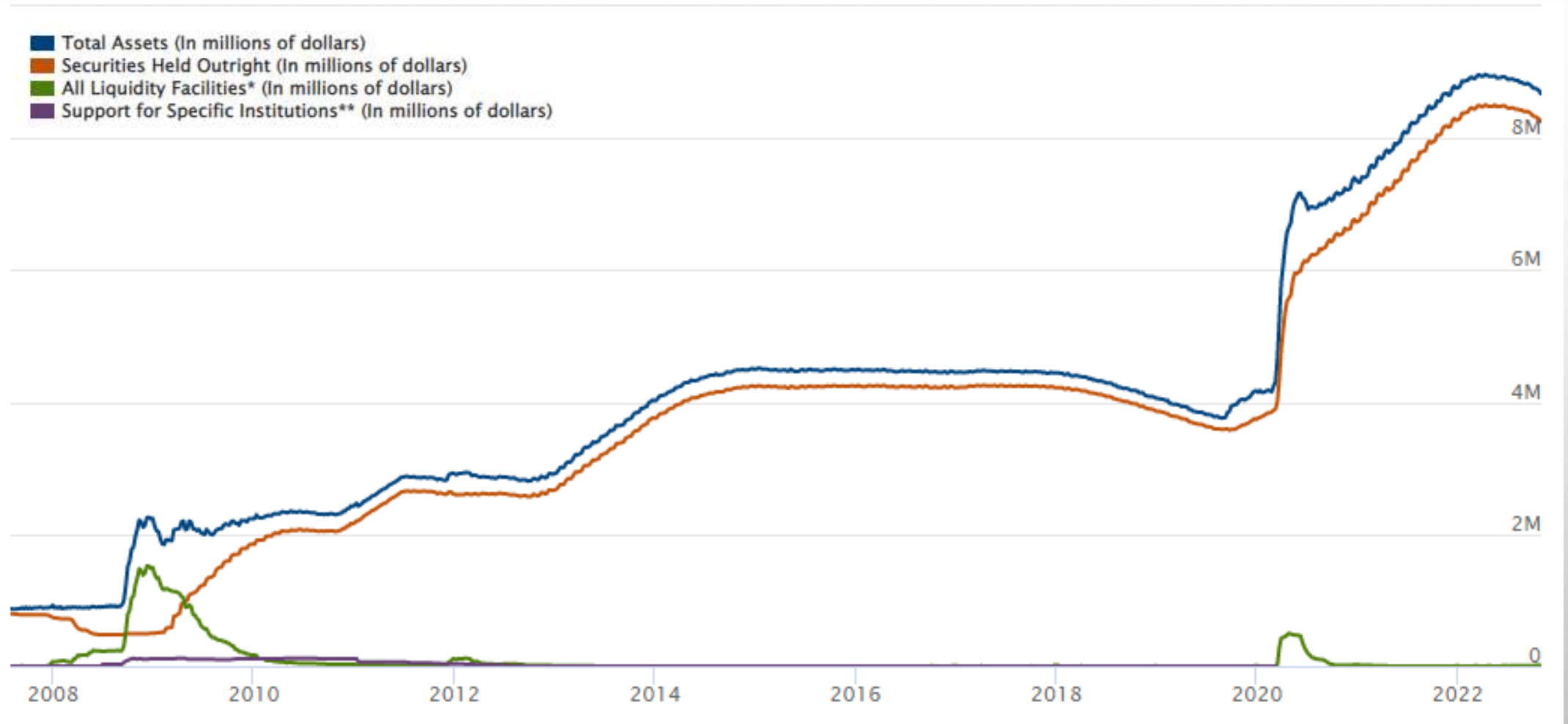


POLITICA MONETARIA

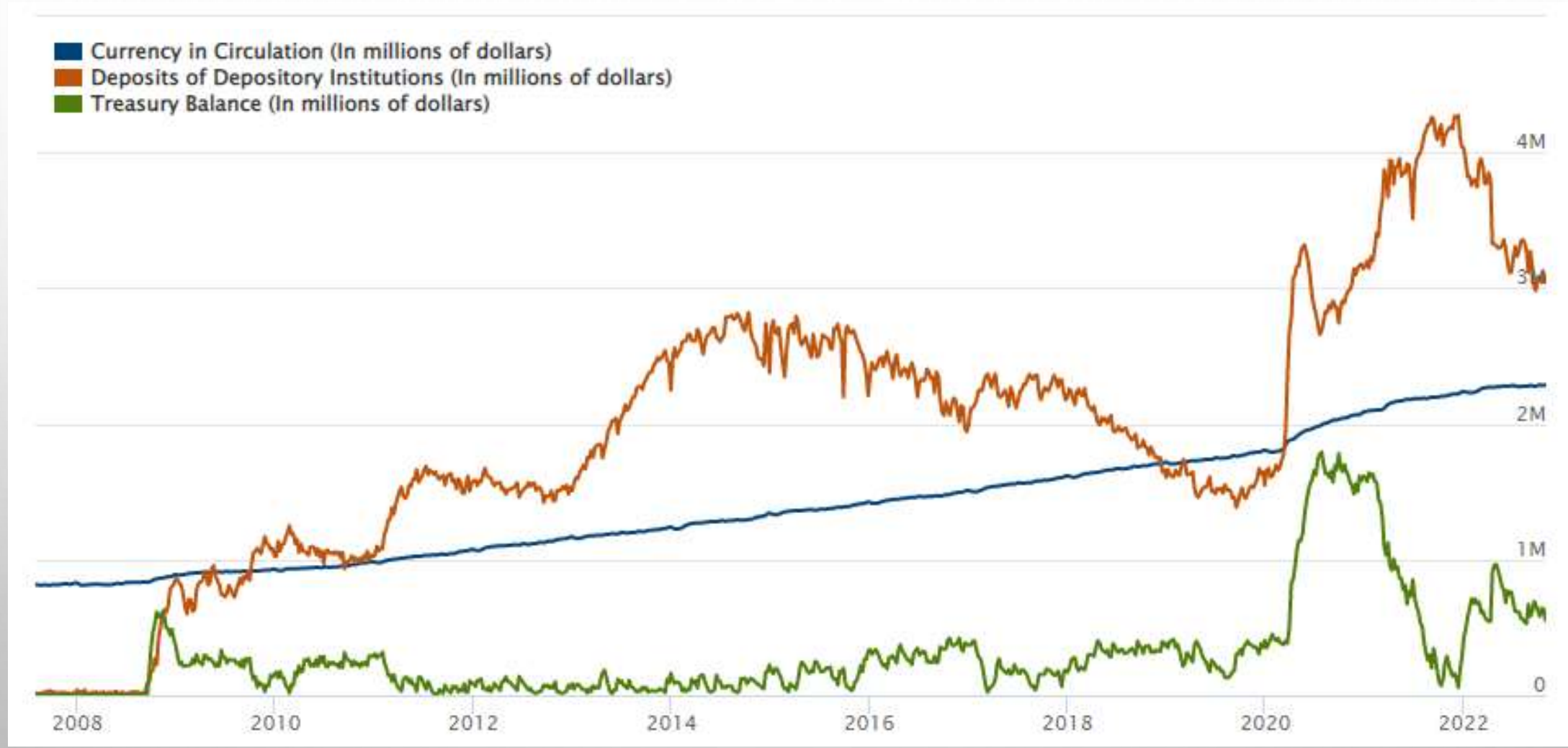
Una prospettiva contabile



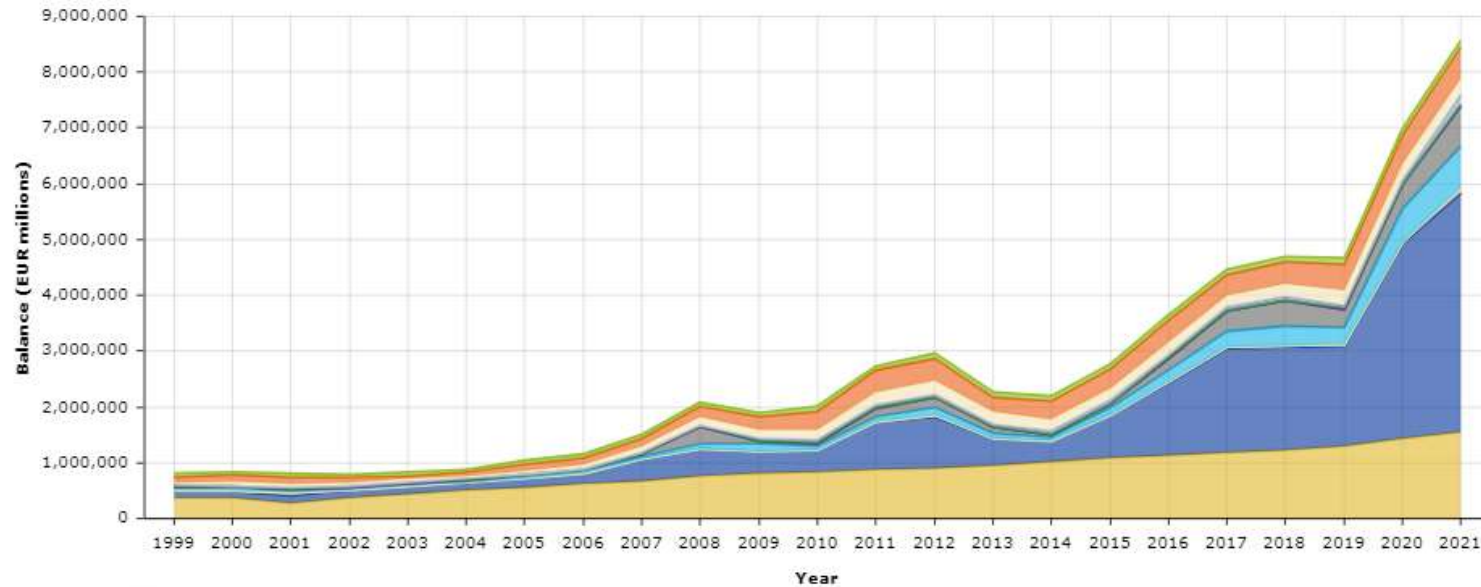
POLITICA MONETARIA: FED



POLITICA MONETARIA: FED



POLITICA MONETARIA: ECB



Select all

- L1 Banknotes in circulation
- L2 Liabilities to euro area credit institutions
- related to monetary policy operations denominated in euro
- 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

POLITICA MONETARIA: ECB (4.11.22)

Assets (EUR millions)		Balance	Difference compared with last week due to transactions
1	Gold and gold receivables	592,847	0
2	Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	552,989	3,806
2.1	Receivables from the IMF	237,256	1,238
2.2	Balances with banks and security investments, external loans and other external assets	315,733	2,568
3	Claims on euro area residents denominated in foreign currency	23,223	-2,490
4	Claims on non-euro area residents denominated in euro	11,370	-26
4.1	Balances with banks, security investments and loans	11,370	-26
4.2	Claims arising from the credit facility under ERM II	0	0
5	Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro	2,119,374	-1,483
5.1	Main refinancing operations	3,105	-1,483
5.2	Longer-term refinancing operations	2,116,269	0
5.3	Fine-tuning reverse operations	0	0
5.4	Structural reverse operations	0	0
5.5	Marginal lending facility	0	0
5.6	Credits related to margin calls	0	0
6	Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	19,567	3,511
7	Securities of euro area residents denominated in euro	5,104,105	-6,943
7.1	Securities held for monetary policy purposes	4,942,053	-4,809
7.2	Other securities	162,052	-2,134
8	General government debt denominated in euro	21,724	0
9	Other assets	316,457	-5,390
Total assets		8,761,655	-9,015

Liabilities (EUR millions)		Balance	Difference compared with last week due to transactions
1	Banknotes in circulation	1,562,482	-425
2	Liabilities to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro	4,859,100	57,754
2.1	Current accounts (covering the minimum reserve system)	240,197	9,181
2.2	Deposit facility	4,616,064	48,566
2.3	Fixed-term deposits	0	0
2.4	Fine-tuning reverse operations	0	0
2.5	Deposits related to margin calls	2,839	7
3	Other liabilities to euro area credit institutions denominated in euro	49,028	-4,658
4	Debt certificates issued	0	0
5	Liabilities to other euro area residents denominated in euro	626,082	-80,731
5.1	General government	499,555	-78,414
5.2	Other liabilities	126,527	-2,317
6	Liabilities to non-euro area residents denominated in euro	410,815	19,813
7	Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency	12,483	309
8	Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency	5,806	-333
8.1	Deposits, balances and other liabilities	5,806	-333
8.2	Liabilities arising from the credit facility under ERM II	0	0
9	Counterpart of special drawing rights allocated by the IMF	189,859	0
10	Other liabilities	319,605	-703
11	Revaluation accounts	611,738	0
12	Capital and reserves	114,657	-41
Total liabilities		8,761,655	-9,015

POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

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

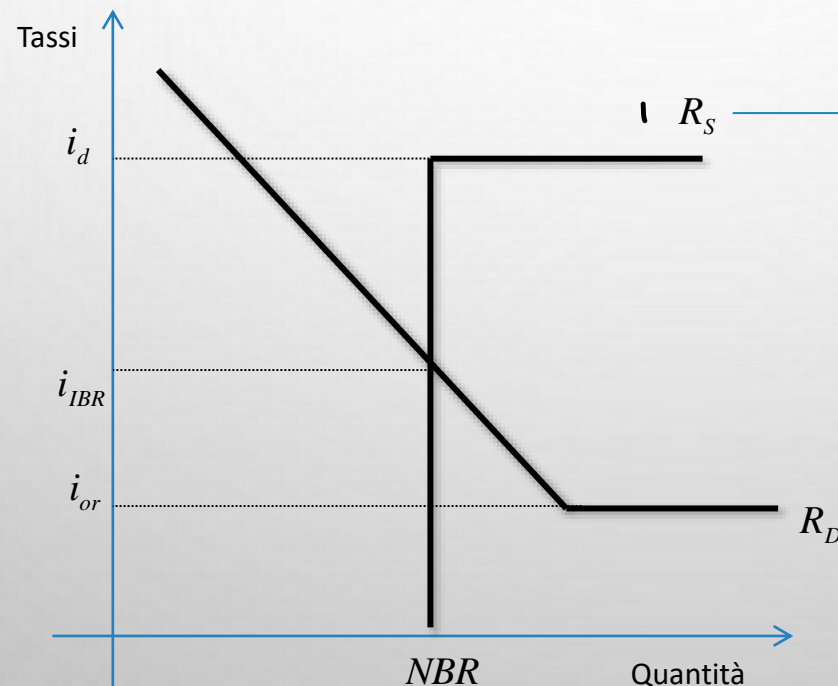
- Strumento poco utilizzato per influenzare la gestione bancaria: rischio di liquidità



POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

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



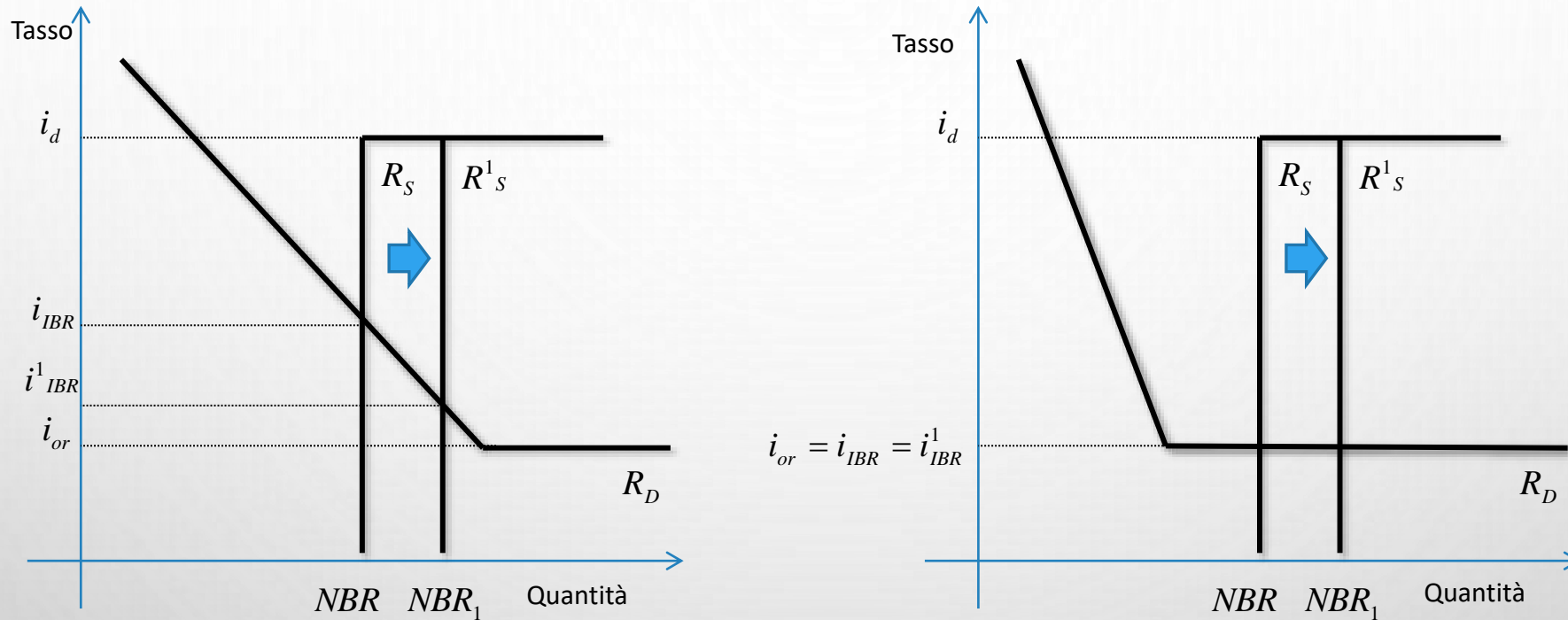
- Le riserve prese a prestito sarebbero zero (prestiti interbancari più convenienti) a meno che il tasso non eguagli quello di sconto
- Non può crescere ulteriormente altrimenti i fondi sarebbero arbitrati fra BC e interbancario

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

i_{or} per la BCE è ora 1,5% sui depositi e 2% sulle operazioni di rifinanziamento principali (era -0,5% e 0% fino a Luglio 2022)

POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

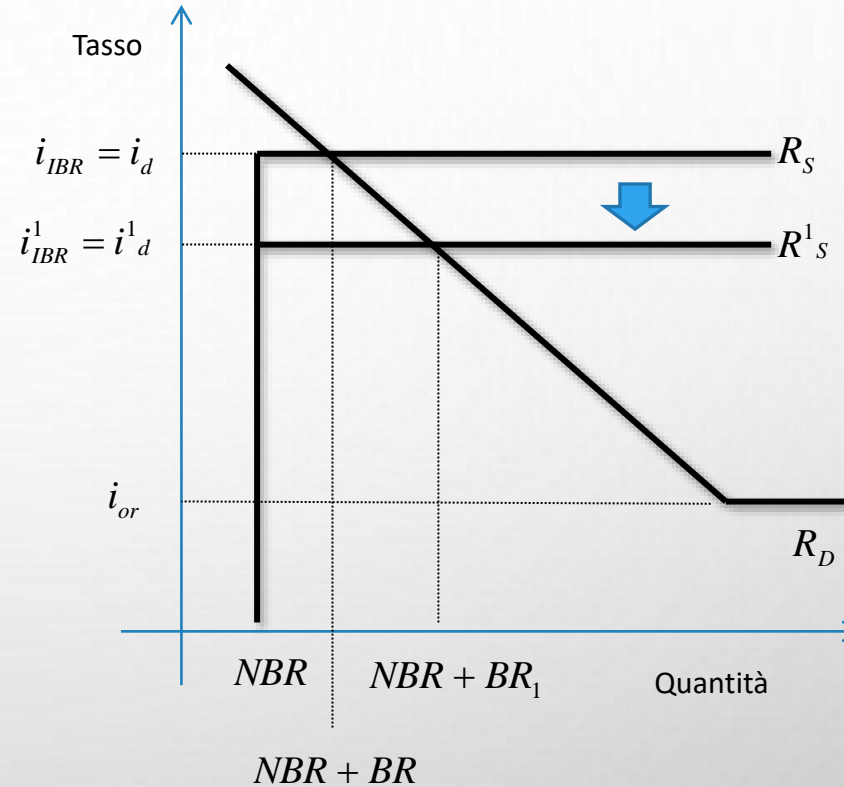
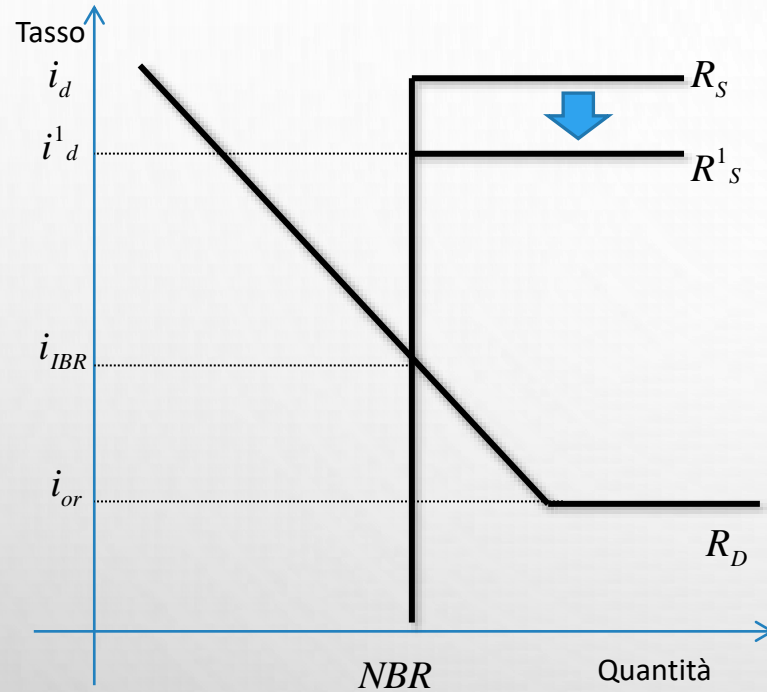
Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



- 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”

POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

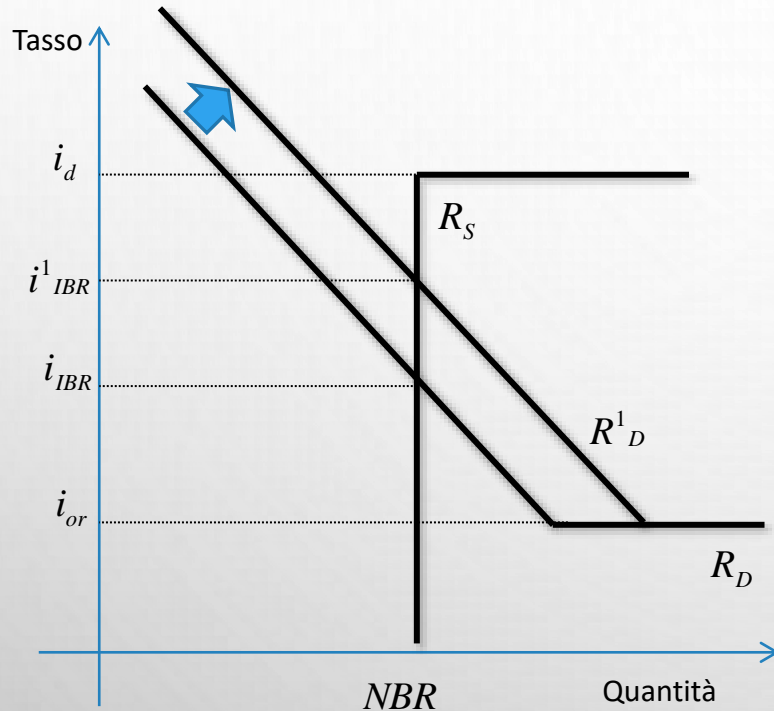
Effetti delle op. di prestito/rifinanziamento (riduzione dei tassi)



- 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

POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

Effetti dei requisiti sulle riserve (aumento)

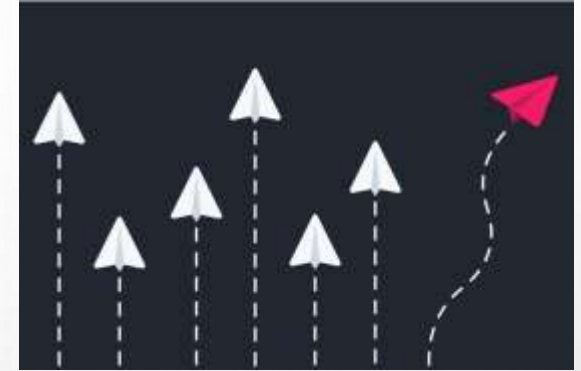


Gli effetti possono essere diversi se domanda e offerta si incontrano nelle aree più rigide/elastiche, ma sostanzialmente irrilevanti

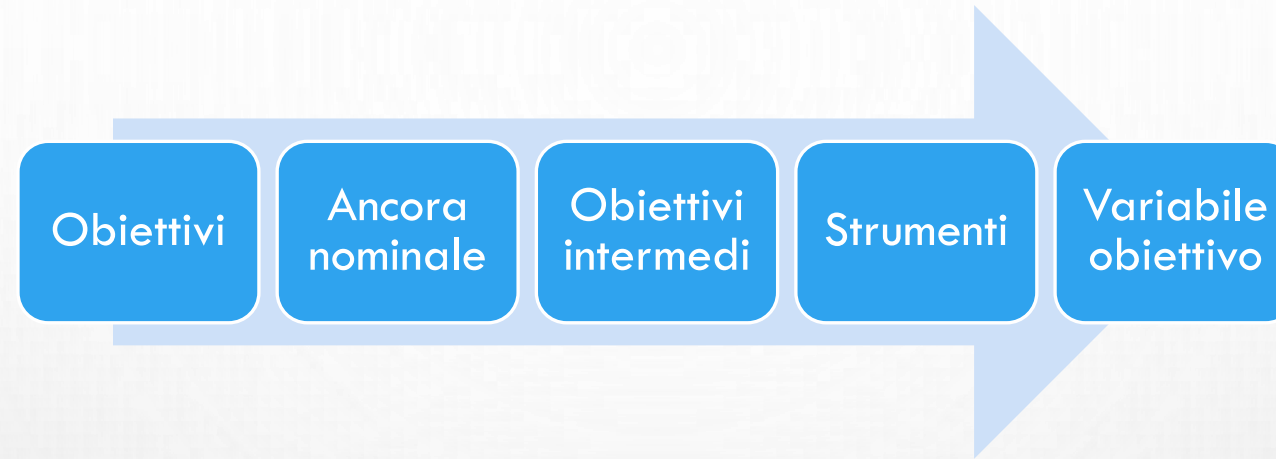
POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

“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 incentivi a cartolarizzazioni
 - Effetti collaterali: indebolimento del bilancio della BC, *mispricing*, scarsità nel mercato REPO, *spillover* sulle merci
- *Forward guidance (R.I.P.)*
 - Influenza su aspettative e incertezza
 - Ruolo della credibilità



POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI



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)

POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI

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



POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI

Nel lungo periodo convergono, ma confliggono a breve... come scegliere?

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).



POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI

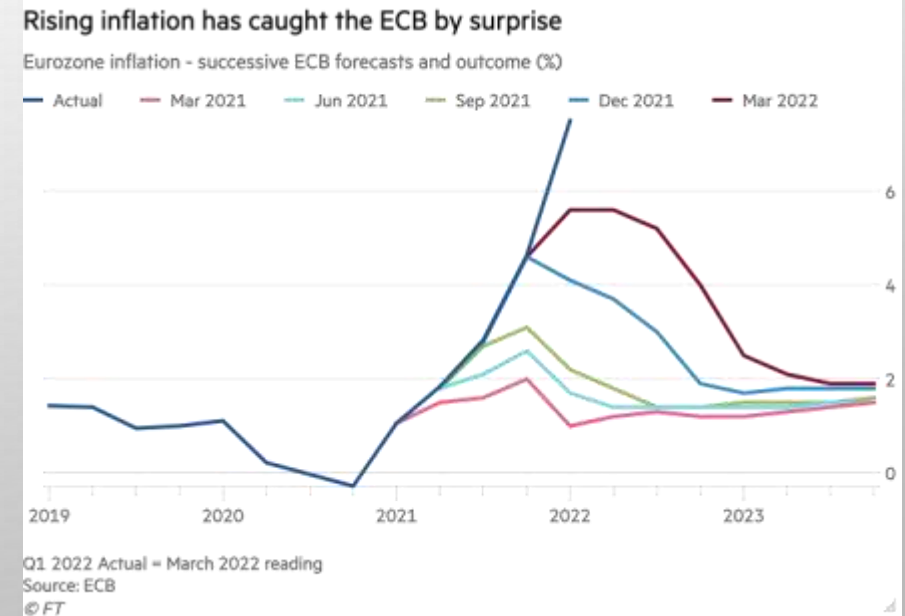
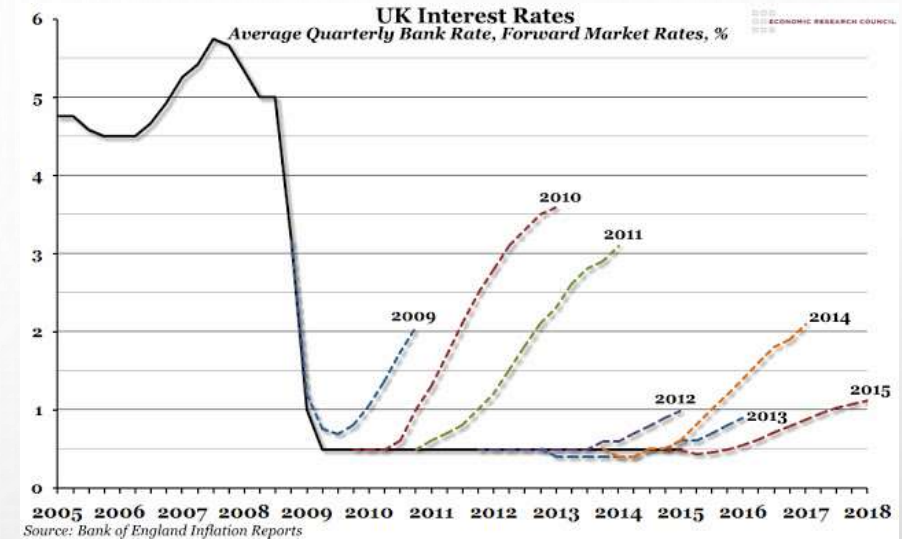
La stabilità dei prezzi viene raggiunta attraverso l'influenza sull'inflazione.

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**)



BC E CRISI

Bolle e crisi finanziarie:

- Veicolate dal credito: aumento del valore percepito di un attivo, quando la tendenza si inverte le perdite si aggravano rapidamente distruggendo investimenti (es. *subprime*)
- Esuberanza irrazionale: ottimismo su un attivo specifico ne aumenta il prezzo oltre i fondamentali, che divengono chiari in seguito - impatto negativo sull'economia limitato (es. *dot-com*)

Il secondo caso è difficile da anticipare (la BC batte il mercato?): restano quelle **del credito...**

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 riduce opportunità di crescita, occupazione e inflazione
- Conseguenza: le BC hanno difficoltà a rispondere prima del **recupero**
- **Regolamentazione e vigilanza?**



BC E CAMBI

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

- RAPPORTI ANNUALI ECB/FED

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/2021-annual-report.pdf>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2021~14d7439b2d.en.html>