

B10. BANCHE CENTRALI

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

A.A. 2023/24

PROF. ALBERTO DREASSI – ADREASSI@UNITS.IT



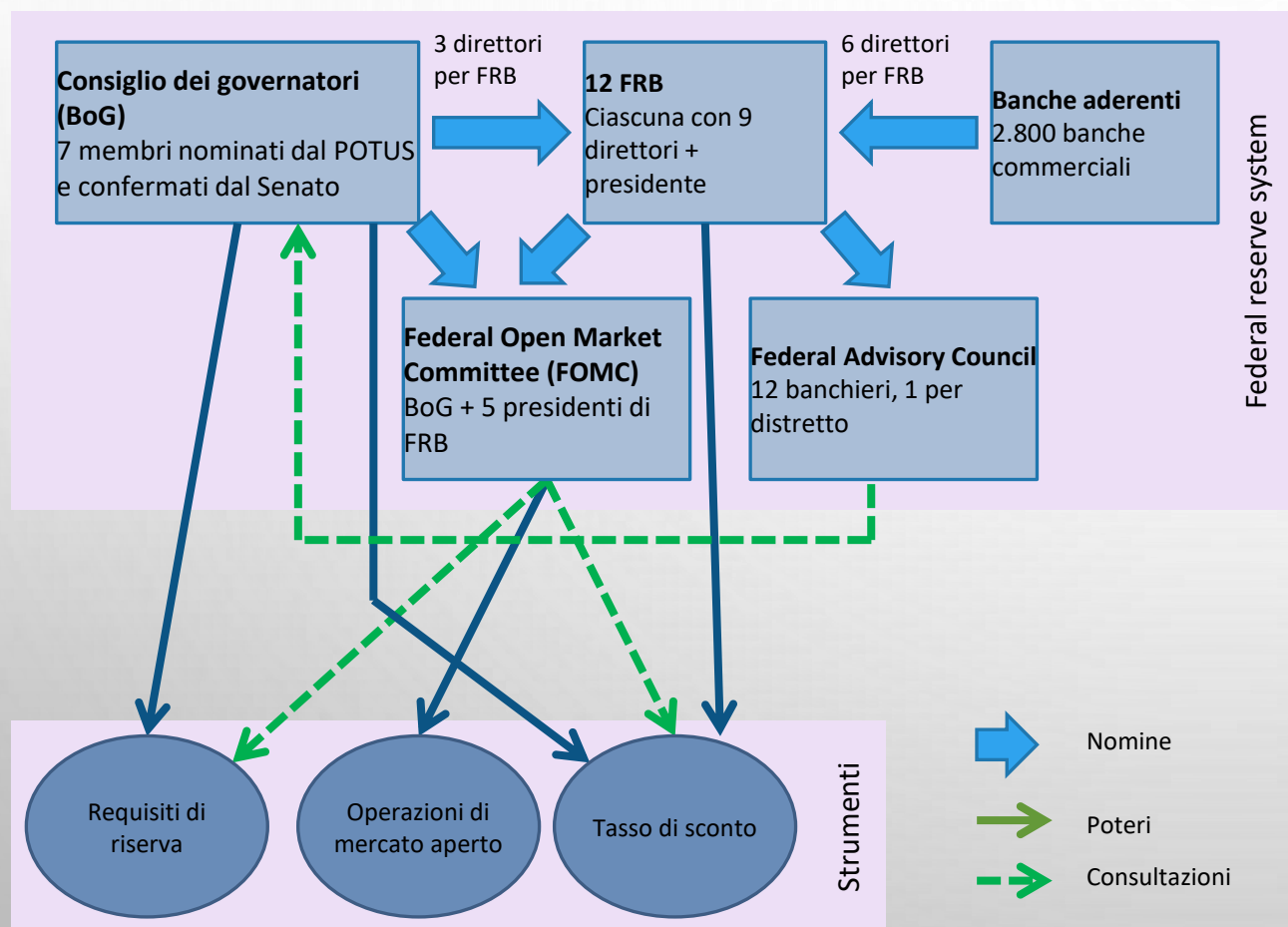
ARGOMENTI



- 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*)



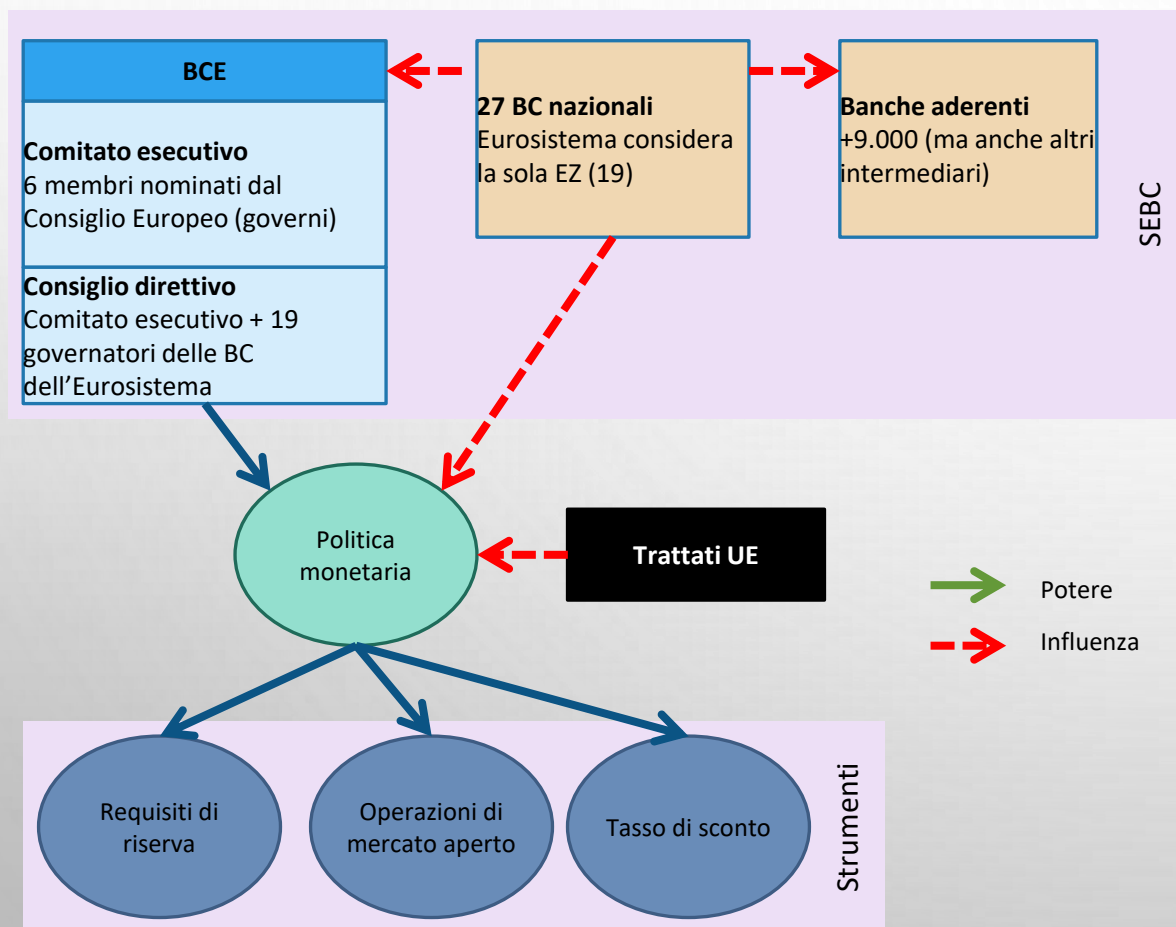
- BoG: controllo sugli strumenti, con responsabilità pubblica e interna del presidente
- FOMC ("the Fed"):
 - Il sistema è libero di stabilire gli strumenti da utilizzare e gli scopi (indipendenza duplice)
 - influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente

Federal Reserve Banks



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



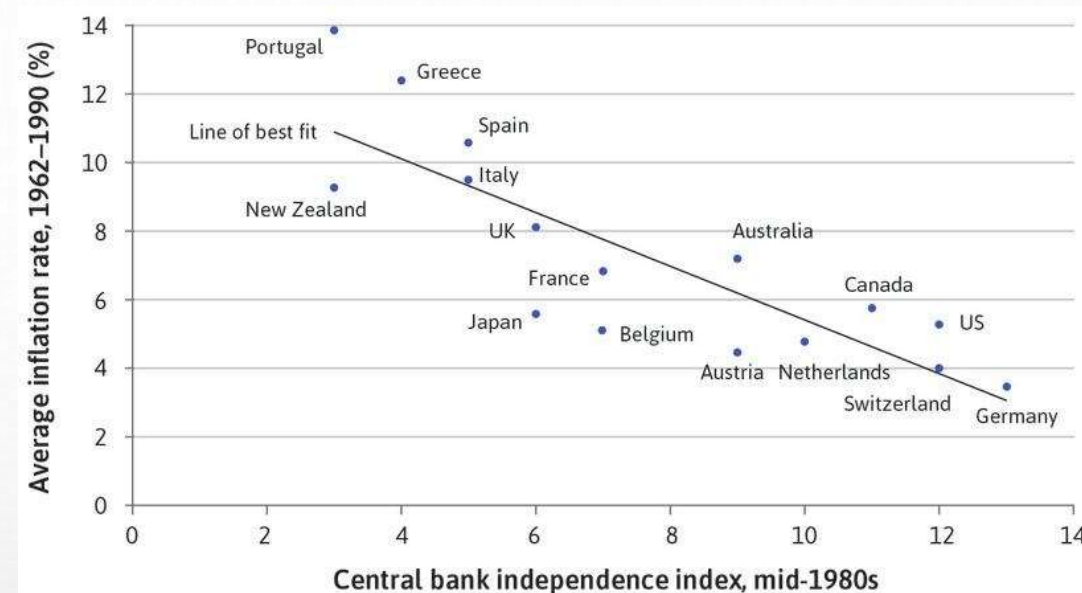
PERCHÉ MODELLI DIVERSI?

- **Vantaggi** dell'indipendenza:

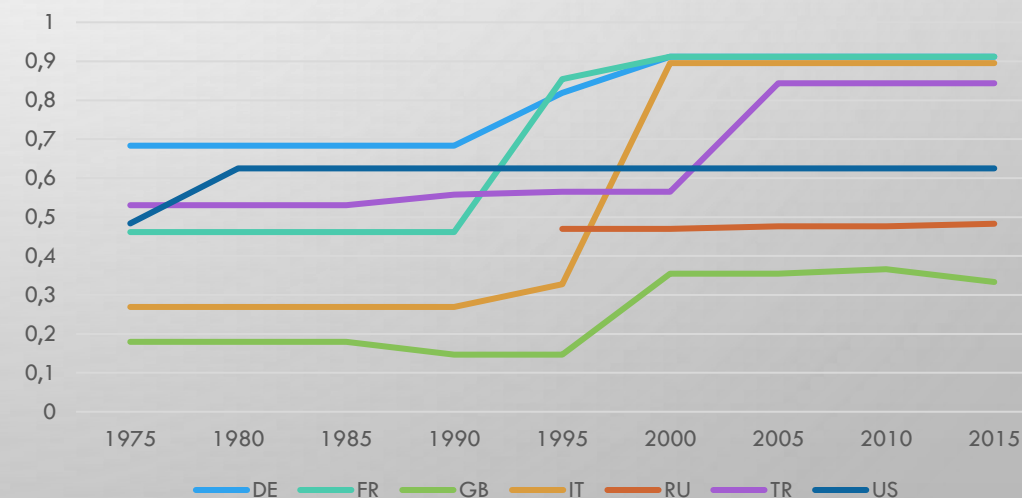
- Influenza politica causa inflazione agendo sul breve (occupazione e tassi): mandati elettivi
- Il Tesoro non può collocare debito pubblico nel sistema bancario senza confrontarsi con il mercato
- La politica monetaria richiede conoscenze/esperienza

- **Svantaggi** dell'indipendenza:

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

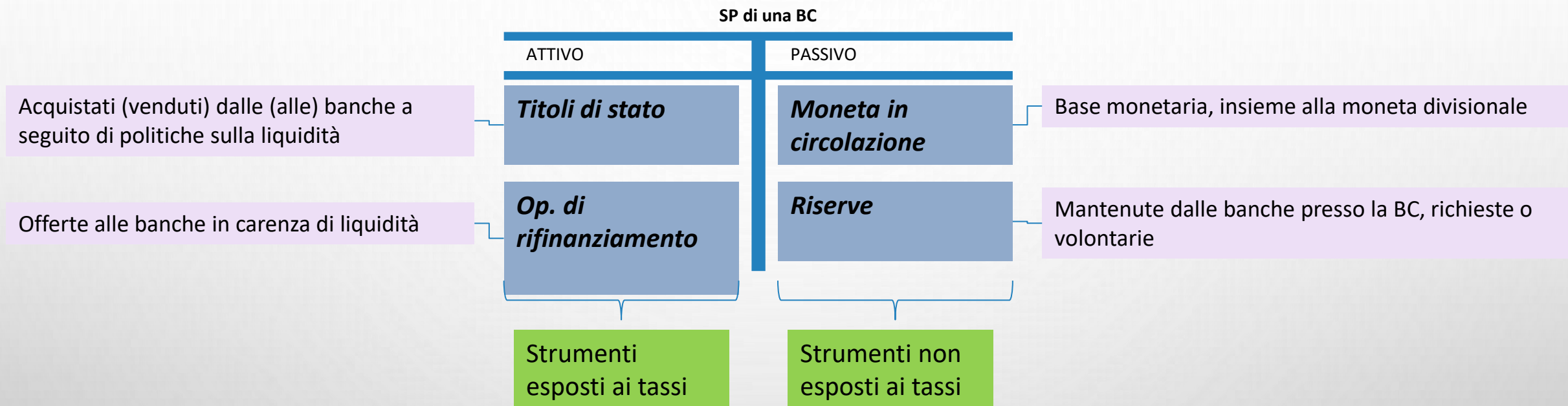


CBI (Romelli, 2022)

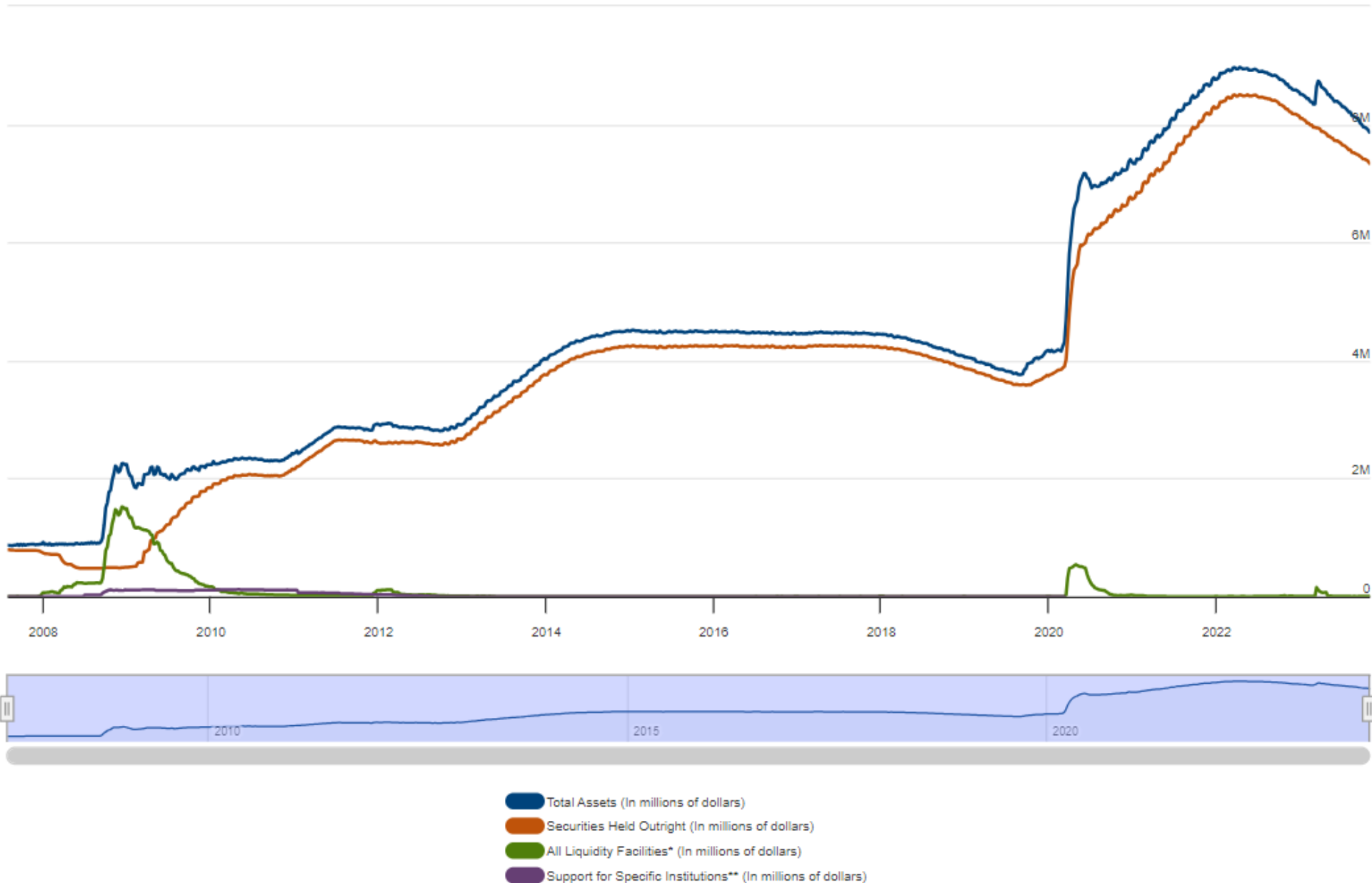


POLITICA MONETARIA

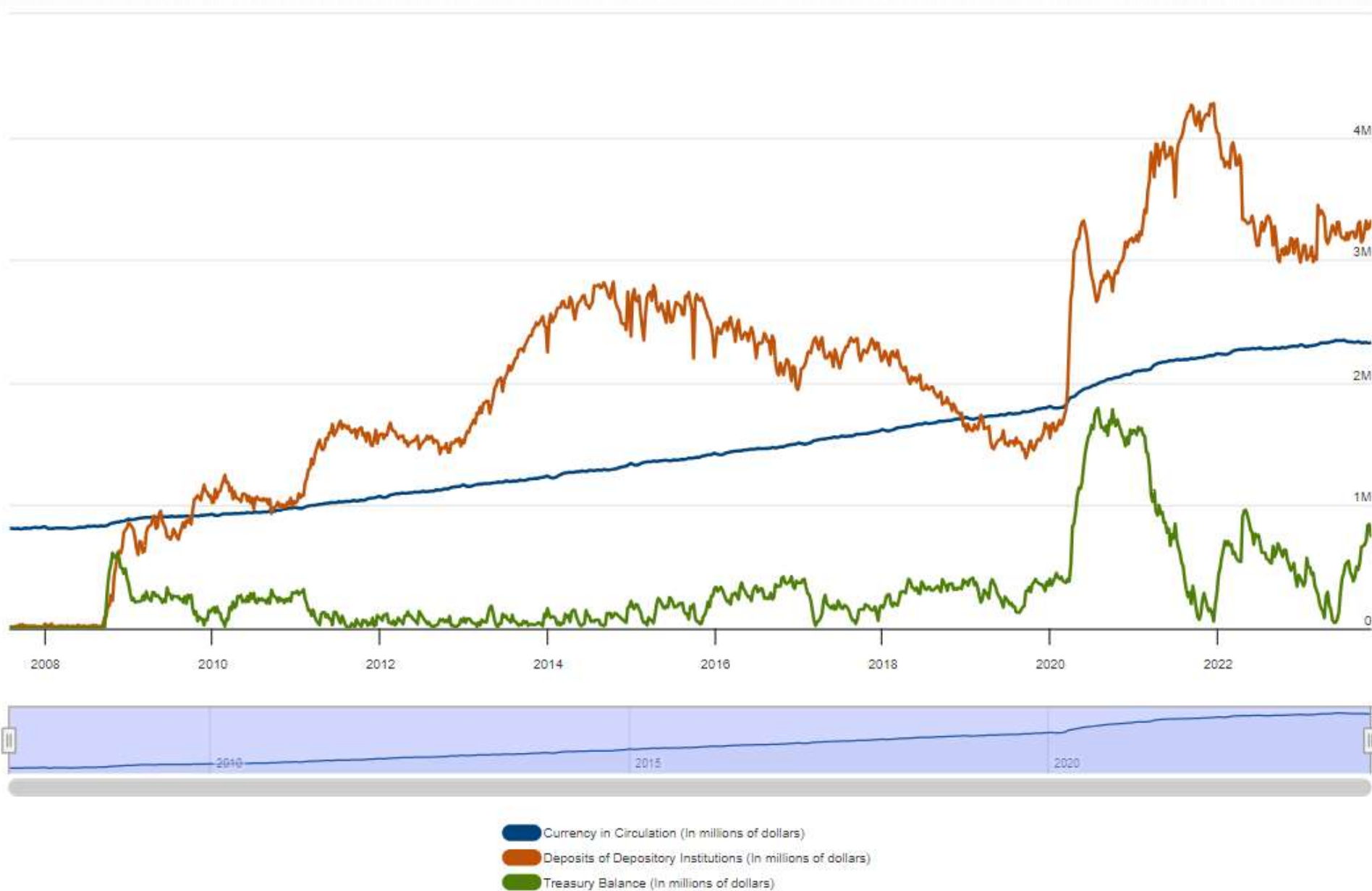
Una prospettiva contabile



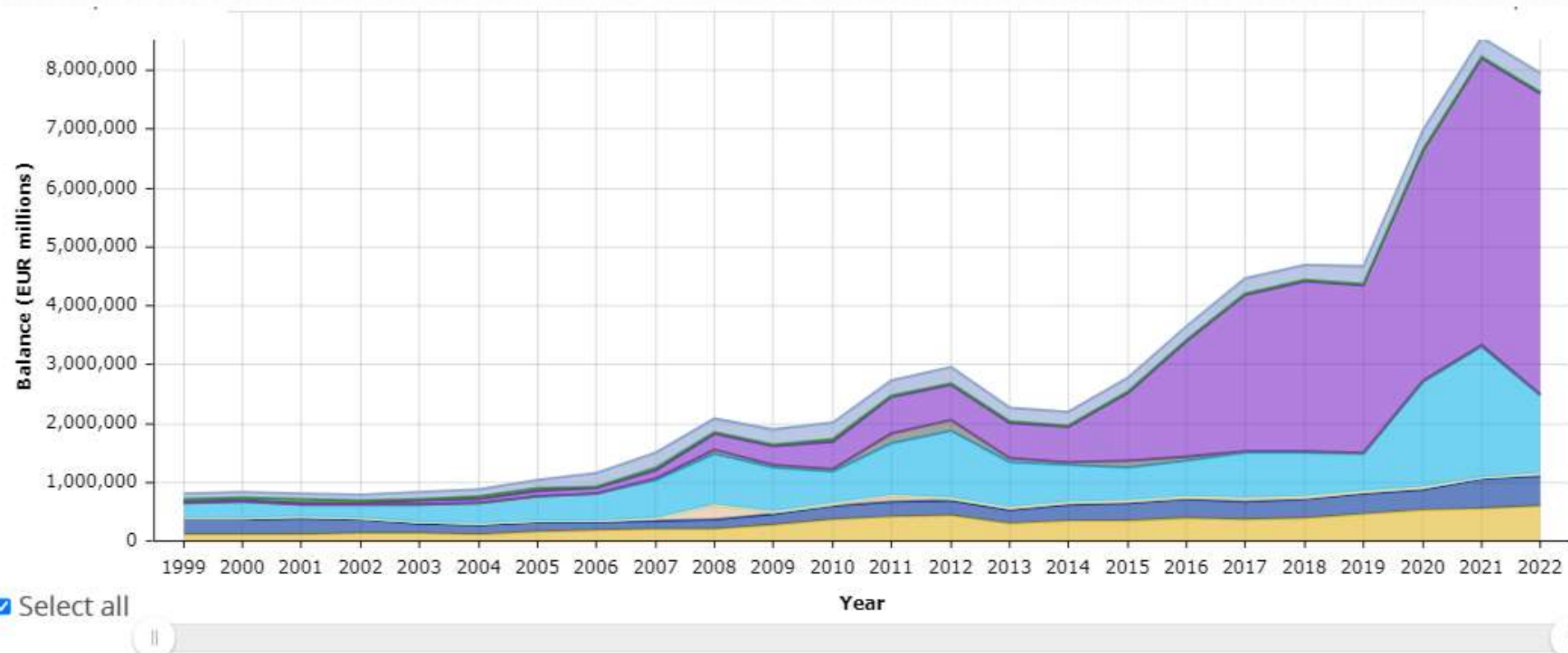
POLITICA MONETARIA: FED



POLITICA MONETARIA: FED

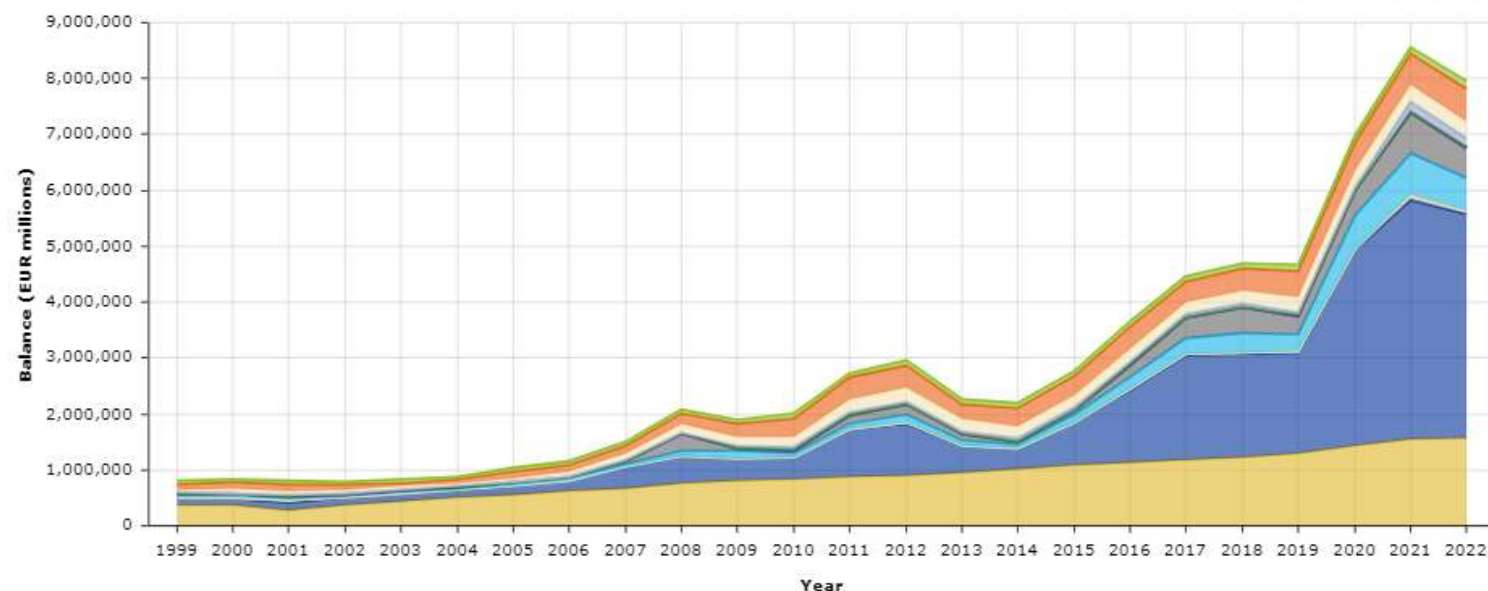


POLITICA MONETARIA: ECB



- ☒ A1 Gold and gold receivables
- ☒ A2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency
- ☒ A3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency
- ☒ A4 Claims on non-euro area residents denominated in euro
- ☒ A5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro
- ☒ A6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro
- ☒ A7 Securities of euro area residents denominated in euro
- ☒ A8 General government debt denominated in euro
- ☒ A9 Other assets

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: 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
- Incrementano le riserve e i prestiti in attivo

Requisiti di riserva

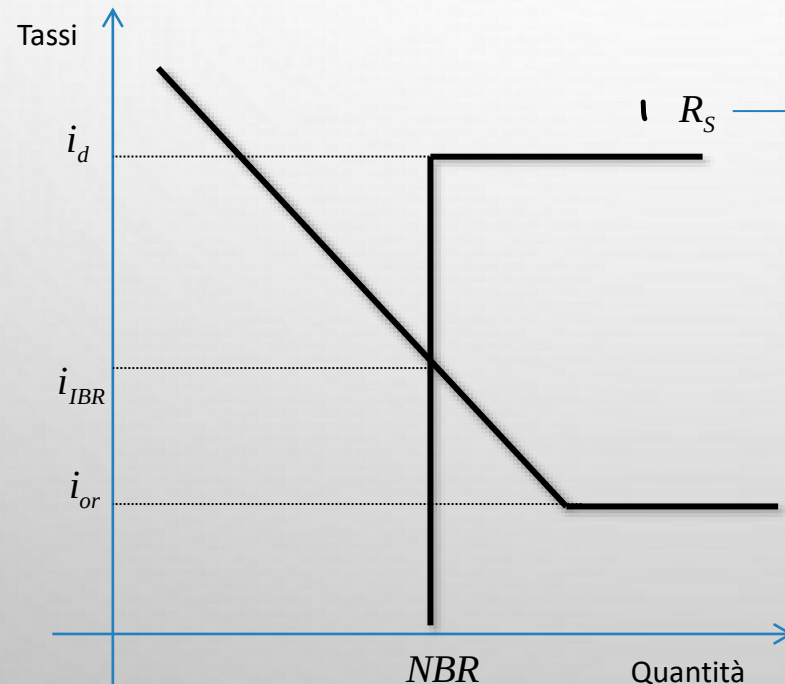
- Strumento con limitato utilizzo per influenzare la gestione bancaria (ma: gestione riserve in eccesso): rischio di liquidità



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



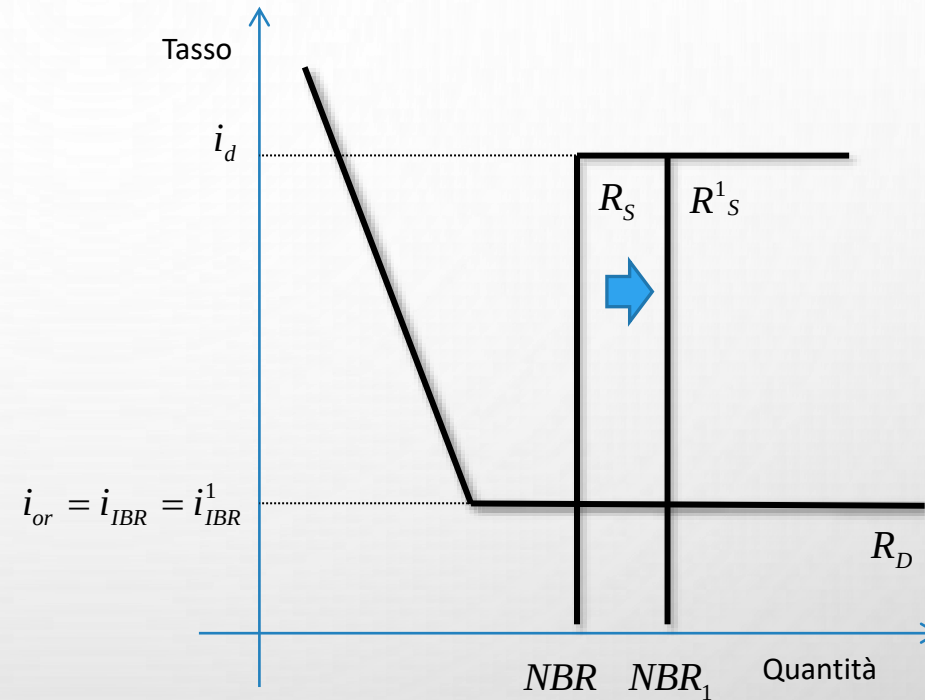
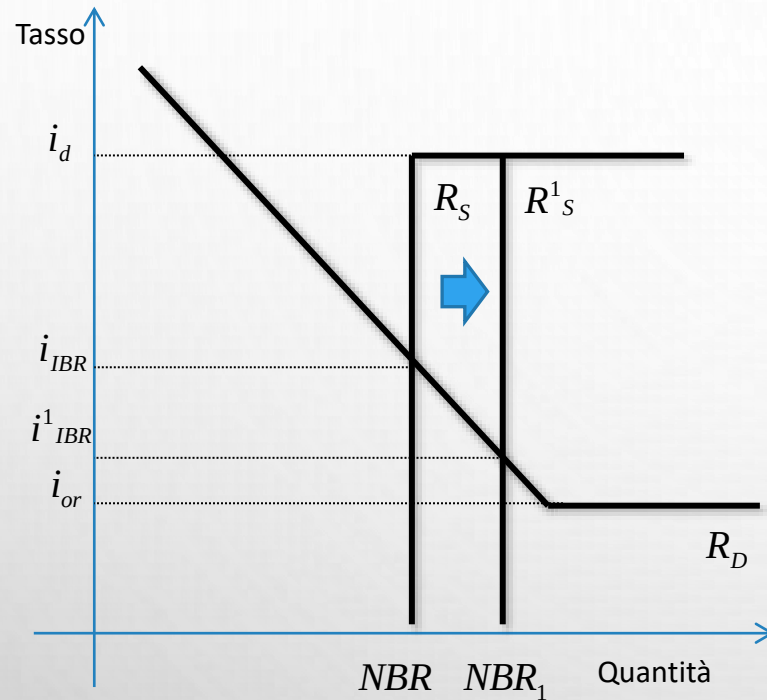
- Le riserve prese a prestito sarebbero zero (prestiti interbancari più convenienti) a meno che il tasso non eguagli quello di sconto
- Non può crescere ulteriormente altrimenti i fondi sarebbero arbitrati fra BC e interbancario

- 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

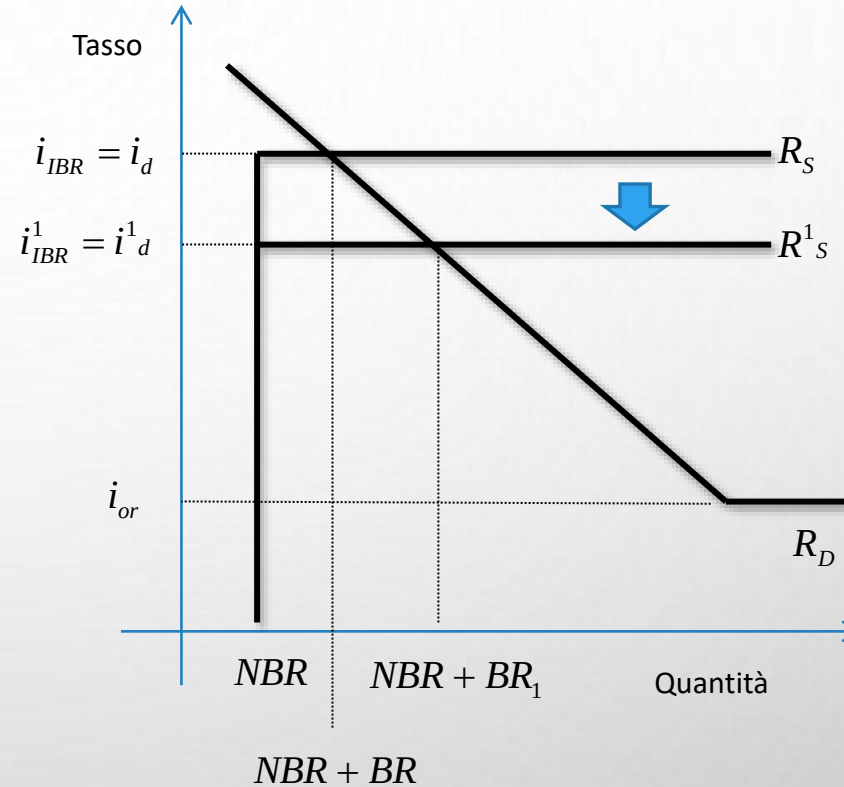
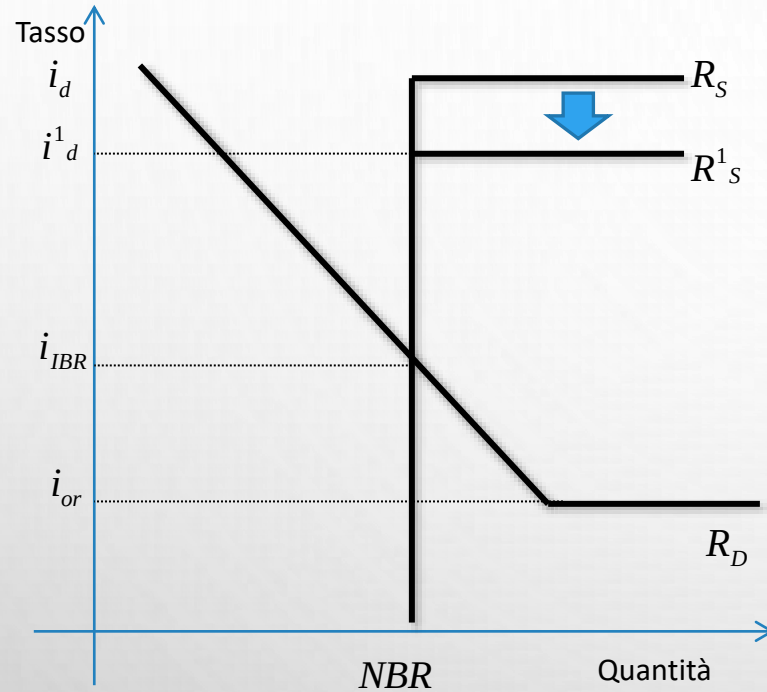
Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



- 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

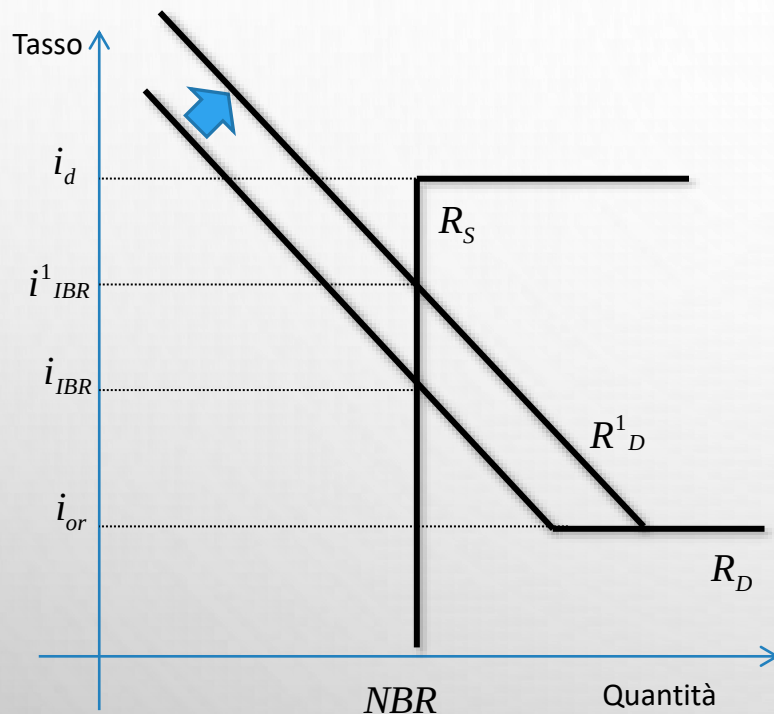
Effetti delle op. di prestito/rifinanziamento (riduzione dei tassi)



- 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)

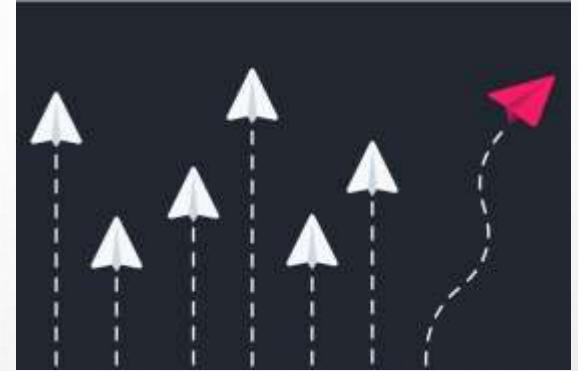


Gli effetti possono essere diversi se domanda e offerta si incontrano nelle aree più rigide/elastiche, ma sostanzialmente poco rilevanti

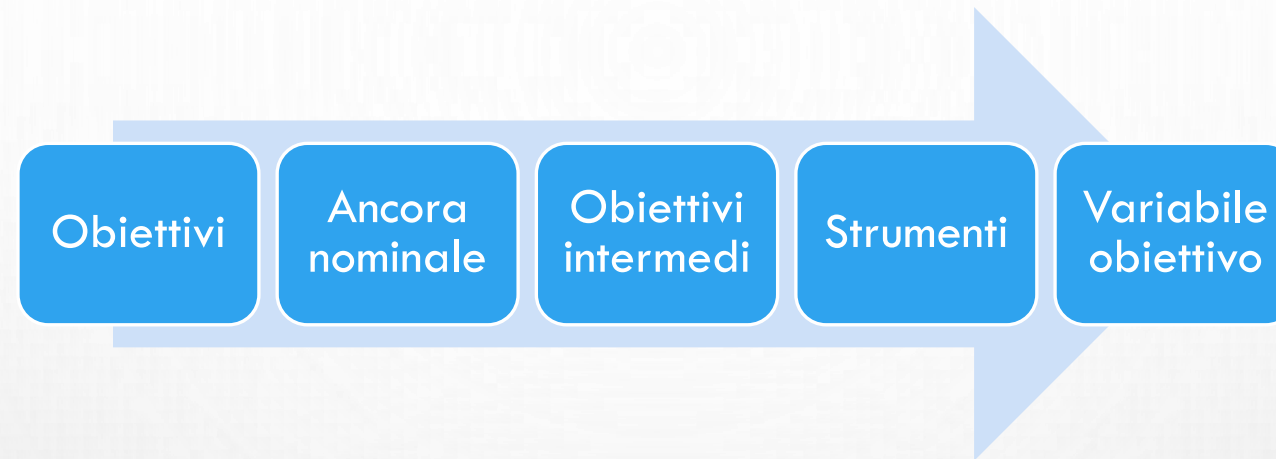
POLITICA MONETARIA: STRUMENTI

“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 incentive 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



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

Le BC ricevono un mandato:

- **gerarchico**: obiettivo stabilità dei prezzi, crescita e occupazione secondari (es. BCE), minore incoerenza intertemporale
- **duale**: congiuntamente stabilità dei prezzi e minima disoccupazione (es. FED).

POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI

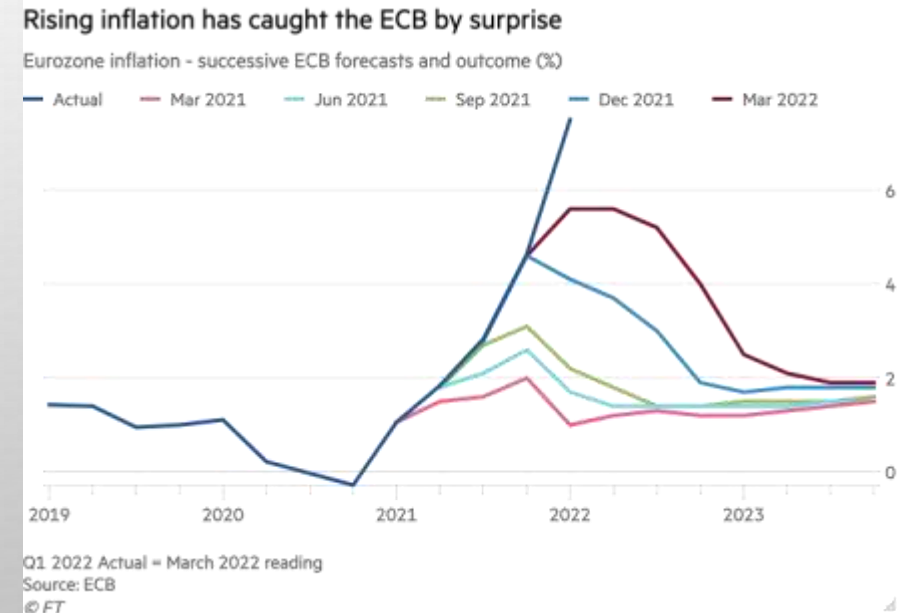
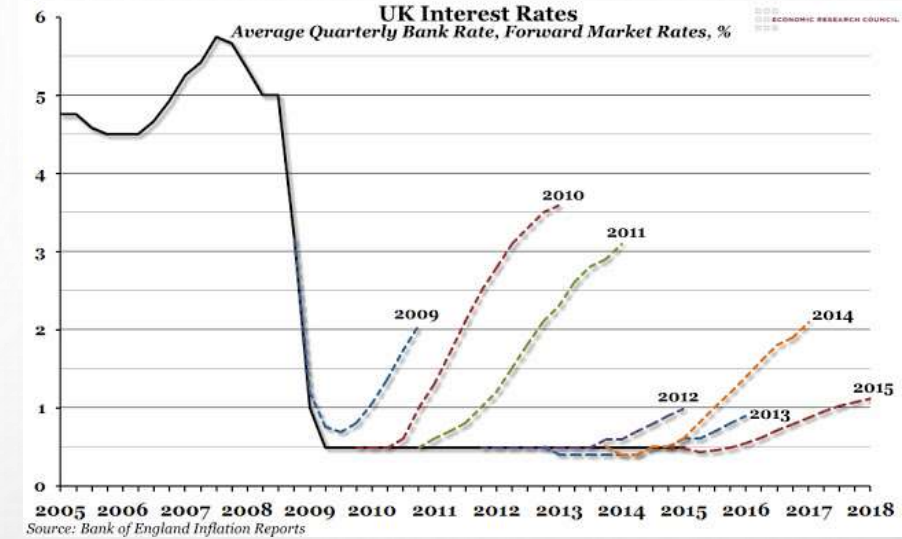
La stabilità dei prezzi viene raggiunta attraverso l'influenza sull'**inflazione**.

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?

