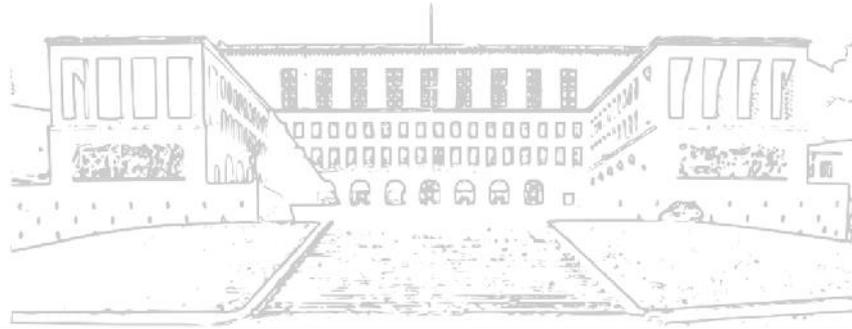


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

BANCHE CENTRALI

A.A. 2016/2017
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

• Un sistema complesso di bilanciamenti fra poteri, controlli e responsabilità

The diagram illustrates the structure of the Federal Reserve System. At the top, the **Consiglio dei governatori (BoG)** (7 members) is linked to **12 FRB** (12 Federal Reserve Banks, each with 9 directors + president) and **Banche aderenti** (2,800 commercial banks). The BoG also oversees the **Federal Open Market Committee (FOMC)** (BoG + president FRB-NY & 4 FRB) and the **Federal Advisory Council** (12 bankers, 1 per district). The FOMC and the Council are linked to the **Strumenti** (Instruments) of monetary policy: **Requisiti di riserva** (Reserve requirements), **Operazioni di mercato aperto** (Open market operations), and **Tasso di sconto** (Discount rate). A legend indicates: solid blue arrow for Nomine (Appointments), solid green arrow for Poteri (Powers), and dashed green arrow for Consultazioni (Consultations).

- 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)
 - Forti influenze dal Congresso (leggi) e dal Presidente

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7 3

UE E BCE

• Le banche centrali nazionali al cuore del SEBC

The diagram shows the Eurosystem structure. The **BCE** (European Central Bank) consists of the **Comitato esecutivo** (6 members) and the **Consiglio direttivo** (Executive Committee + governors of national central banks). It is linked to **28 BC nazionali** (28 national central banks) and **Banche aderenti** (+9,000 intermediaries). The BCE is influenced by **Trattati UE** (EU Treaties). The BCE oversees the **Politica monetaria** (Monetary Policy), which is implemented through **Strumenti** (Instruments): **Requisiti di riserva** (Reserve requirements), **Operazioni di mercato aperto** (Open market operations), and **Tasso di sconto** (Discount rate). A legend indicates: solid green arrow for Potere (Power) and dashed red arrow for Influenza (Influence).

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 che privilegiano la stabilità dei prezzi

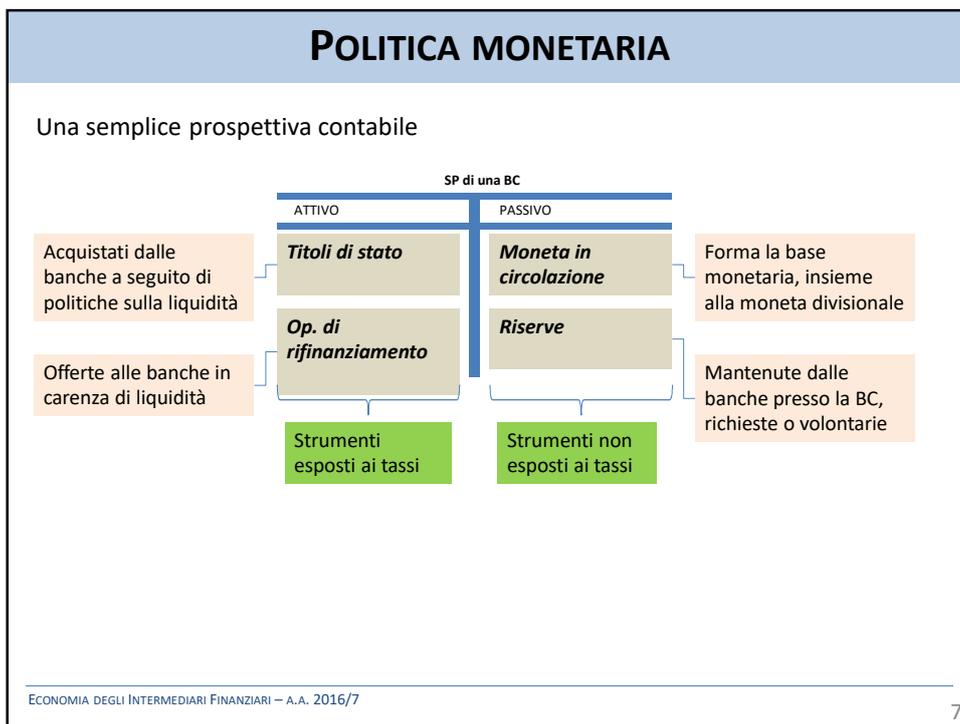
ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7 4

PERCHÉ MODELLI DIVERSI?

- Mancanza di un modello perfetto (ma alcuni sono più deboli)
- Teoria del comportamento burocratico:
 - Le burocrazie hanno l'incentivo implicito alla massimizzazione del proprio potere (non necessariamente sempre nell'interesse pubblico)
 - Naturale tendenza alla resistenza in caso di riduzione del potere e promozione di maggiore indipendenza, aggiramento delle possibilità di conflitto (es. FED vs congresso, BCE vs BC nazionali) e per estendere le proprie responsabilità (es. BCE e vigilanza unica)

PERCHÉ MODELLI DIVERSI?

- **Vantaggi** dell'indipendenza (con evidenza empirica):
 - L'influenza politica è miope e causa inflazione agendo su obiettivi di breve termine (occupazione e tassi), essendo influenzata dai mandati elettivi e non dalle esigenze economiche
 - L'influenza del Tesoro può accumulare rischi "scaricando" debito pubblico sul sistema bancario
 - La politica monetaria richiede esperienza specifica, storicamente carente nella politica
- **Svantaggi** dell'indipendenza (maggiore aneddoticità):
 - Mancanza di controllo democratico e di responsabilizzazione
 - Carezza di azioni possibili in caso di risultati non soddisfacenti
 - Le politiche fiscali possono essere rese inefficaci da politiche monetarie non accomodanti
 - L'indipendenza non ha evitato le crisi e gli errori



POLITICA MONETARIA

ECB Annual Report 2015

ASSETS	Note number	2015 €	2014 €	LIABILITIES	Note number	2015 €	2014 €
Gold and gold receivables	1	15,794,970,324	13,980,317,651	Banknotes in circulation	7	86,674,472,505	81,322,843,559
Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	2			Liabilities to other euro area residents denominated in euro	8		
Reserve assets from the IMF	2.1	714,825,534	663,335,050	Other liabilities	8.1	1,826,000,000	1,820,000,000
Balances of banks and security investments, central banks and other external assets	2.2	-9,630,507,257	45,733,804,375	Liabilities to non-euro area residents denominated in euro	9	2,130,864,192	900,216,447
		49,745,032,791	44,409,242,055	Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency	10		
Claims on euro area residents denominated in foreign currency	2.2	1,862,114,832	1,763,221,949	Deposits, balances and other liabilities	10.1	0	458,168,063
Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	3	52,711,983	2,122,620	Intra-Eurosystem liabilities	11		
Securities of euro area residents denominated in euro	4			Liabilities equivalent to the transfer of foreign reserves	11.1	40,762,808,418	40,553,154,709
Securities held for monetary policy purposes	4.1	77,806,651,856	17,787,863,337	Other liabilities within the Eurosystem (net)	11.2	83,083,520,309	23,579,372,995
Intra-Eurosystem claims	5				11.3	123,876,128,727	64,132,527,873
Claims related to the adaptation of euro banknotes within the Eurosystem	5.1	86,674,472,505	81,322,843,559	Other liabilities	12		
Other assets	6			Off-balance-sheet instruments revaluation differences	12.1	392,788,149	176,633,615
Tangible and intangible fixed assets	6.1	1,262,646,530	1,248,690,678	Accruals and income collected in advance	12.2	95,543,089	86,191,651
Other financial assets	6.2	20,425,917,583	20,695,350,818	Sundry	12.3	891,265,907	869,543,523
Off-balance-sheet instruments worked on differences	6.3	216,980,863	31,969,1776			1,379,888,644	1,344,374,769
Accruals and prepaid expenses	6.4	1,920,698,365	725,224,051	Provisions	13	7,765,384,185	7,686,997,854
Equity	6.5	1,180,224,603	1,092,627,246	Revaluation accounts	14	24,832,823,174	19,937,644,698
		24,706,818,232	24,673,452,530	Capital and reserves	15		
				Capital	15.1	7,740,876,858	7,687,625,340
				Profit for the year		1,881,760,763	988,832,590
Total assets		296,245,378,325	185,290,855,872	Total liabilities		296,645,378,325	185,290,855,872

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7 8

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

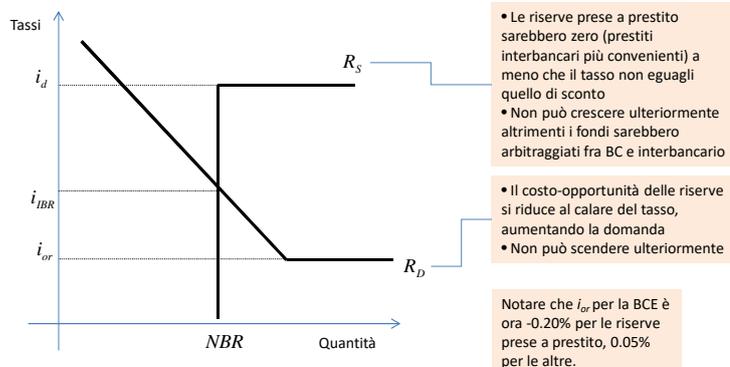
Requisiti di riserva

- Strumento utilizzato raramente per le influenze sulla gestione bancaria

STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

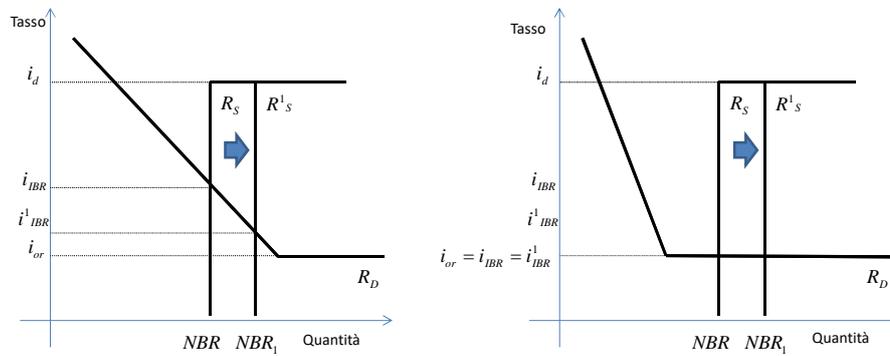
Operazioni sul mercato delle riserve

- Influenzano il tasso interbancario Influence inter-banking rate (i_{IBR}) e di conseguenza gli altri tassi di mercato
- 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



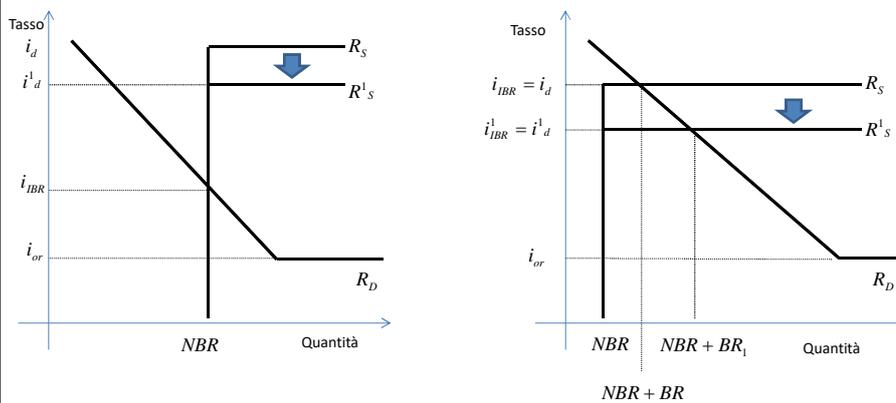
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

Effetto delle operazioni di mercato aperto (acquisto)



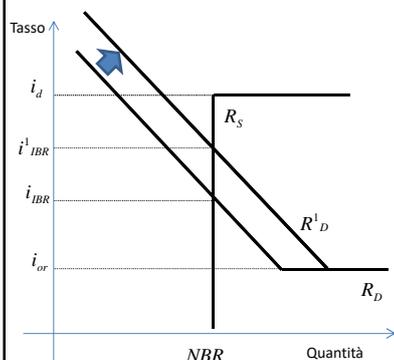
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: ANALISI

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 loro livelli
- Motivazione: la stabilità riduce l'incertezza, il livello basso ma comunque diverso da zero 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:

- alta **occupazione** (ma inferiore al 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, di concerto con le politiche fiscali
- **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 tutti convergono, mentre possono confliggere a breve: ad es. la crescita può produrre inflazione, mentre mantenerla stabile agendo al rialzo sui tassi può produrre disoccupazione
- 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 di 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: le politiche che agiscono sui tassi sono più frequenti

POLITICHE MONETARIE E CRISI

Bolle (eccessivo prezzamento di attività) possono produrre crisi finanziarie:

- Se veicolate dal credito: l'accesso facile a fondi gonfia artificialmente il valore percepito di uno o più attivi e quando la tendenza si inverte le perdite sui crediti si aggravano rapidamente distruggendo il valore degli investimenti (es. mutui *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. *new economy*)

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 solitamente limitati e contenuti nel tempo
- 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 ha sempre conseguenze prevedibili: non riduce le aspettative di elevati rendimenti per chi investe sulla bolla ma può causare uno scoppio della stessa più repentino
- 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 tempestivamente per disinnescare le bolle
- Le "responsabilità" sono altrove:
 - Regolamentazione: visto che le bolle si creano a seguito di mancanza o rimozione di regole
 - Vigilanza: visto che le bolle nascono da un'eccessivo livello di rischio assunto dagli operatori

LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE

Le BC intervengono anche sul mercato dei cambi (Forex):

- 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

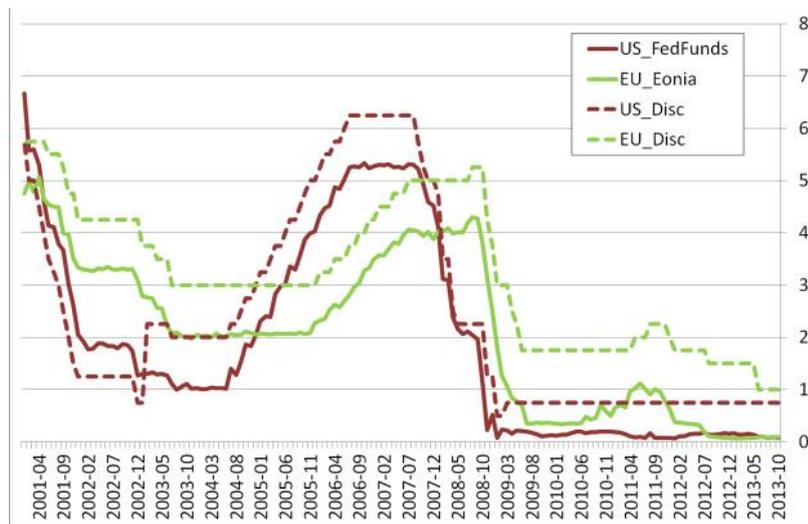
LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE

Sono più vantaggiosi cambi flessibili o rigidi?

- I cambi flessibili possono produrre inflazione o mancanza di disciplina monetaria in sistemi più piccoli, con fluttuazioni ampie in grado di danneggiare seriamente l'economia interna
- I cambi rigidi possono portare a crisi monetarie, esponendo Paesi più deboli ad attacchi speculativi; comunque richiedono oneri maggiori per il mantenimento e possono assorbire le risorse che la BC dovrebbe dedicare alla politica monetaria interna
- Alcuni Paesi hanno tentato l'introduzione di restrizioni ai flussi di capitali per risolvere crisi valutarie, ma senza successo
- Il sistema finanziario, nel suo complesso, è un mix di cambi flessibili "gestiti" e di cambi rigidi
- I risultati più o meno soddisfacenti dipendono nuovamente da regolamentazione e vigilanza, ma a livello internazionale

ESEMPI

1. Cosa emerge dal confronto fra tassi sui prestiti interbancari e di sconto della BC in USA ed EU?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

25

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.

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

26

ESEMPI

3. Sempre dall'Economist (traduzione non ufficiale) ma sugli USA.

[...] I mercati devono ritenere che i tassi resteranno vicini a zero anche in caso di aumento della crescita e dell'inflazione, al fine di rendere prestiti e investimenti attrattivi. [...] le banche centrali sono in posizione difficile: [...] devono persuadere i mercati che tollereranno un'inflazione maggiore.

[Le banche centrali] hanno l'incentivo a non mantenere tali promesse rispetto all'inflazione, rendendole meno credibili. [...] Ma una volta che l'economia si riprende, la tentazione c'è di ottenere il massimo da entrambi gli aspetti, aumentando i tassi prima dell'aumento dei prezzi. E se i mercati dubitano che le banche centrali accetteranno effettivamente un'inflazione maggiore [...] allora le aspettative non verranno adattate e i tassi di interesse reali non diminuiranno. Alla fine, regole semplici di politica monetaria hanno prestazioni deboli [...]. Impegnarsi consentendo un'inflazione superiore al 2% genera una prestazione migliore; l'economia otterrebbe un tasso di disoccupazione del 5.5% con due anni di anticipo – ipotizzando che l'impegno sia credibile. Ma [...] probabilmente non lo è.

Dunque, che fare?

L'uso di una soglia sulla disoccupazione [avrebbe] benefici se venisse ridotta al 5.5% [...] aumentando l'obiettivo sull'inflazione dal 2% al 3% [...]: un obiettivo con il maggiore e più veloce effetto di tutte le politiche testate.

Quindi, abbiamo una soluzione?

[...] i tassi interbancari USA aumentano poco. [...] La velocità di miglioramento è troppo debole. La maggiore espansione economica nella storia americana [...] è durata 10 anni. La media post-bellica è di soli 58 mesi. [...] mentre le previsioni anticipano una nuova recessione per il 2019. [...] i tassi interbancari sarebbero al massimo al 4% nel 2019: la Fed [rischia di] non avere spazi di manovra sufficienti prima di toccare il limite dello zero. [...] improvvisamente è diventato evidente come mai il Giappone si sia bloccato così a lungo.

Non c'è dunque via d'uscita?

ESEMPI

3. cont.

[...] ingredienti chiave per una soluzione di politica monetaria [...]:

- Annunciare un obiettivo per inflazione o livello dei prezzi che garantisca un periodo al di sopra della normalità
- Svalutare la valuta.
- Supportare la svalutazione, per quanto necessario, intervenendo direttamente nei mercati valutari: stampare moneta e acquistare valute straniere o attività analoghe.

Ma la svalutazione non è una politica a danno dei propri vicini?

[...] No, perché [...] è un mezzo per supportare le aspettative di maggiore inflazione. Potrebbe essere in gioco un aumento della produzione attraverso il saldo netto dell'export grazie alla svalutazione. Ma al tempo stesso la maggiore attesa di inflazione può generare una crescita più rapida anche per la domanda interna.

Così semplice?

C'è un'alternativa alla svalutazione: gettare denaro dagli elicotteri. Se la Fed dicesse di finanziare un piano del Tesoro spendendo ad ogni americano un assegno da 1.000 USD ogni giorno fino a che la produzione nominale è prevista rientrare ai livelli pre-crisi, questo spingerebbe gli USA al di fuori del vincolo dei tassi zero.

Questo richiederebbe il consenso del Congresso. Ma si potrebbe dire facilmente che la svalutazione dovrebbe essere anche approvata dal Governo, in quanto intraprendere una politica così aggressiva senza supporto politico potrebbe danneggiare l'indipendenza della banca centrale. Ed è questa la vera lezione, vero? I capi di Stato hanno spinto le economie fuori dai tassi zero negli Anni 30, non in banchieri centrali. Non è stata una riflessiva banca centrale giapponese a decidere di modificare la politica monetaria; il cambiamento è stato imposto da un nuovo governo appena eletto. La decisione [...] deve essere politica.

ESEMPI

4. €conomia: gioco di politica monetaria della BCE

