

Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli

Università di Napoli Prthenope
Dip. Studi Economici e Giuridici
cristiana.fiorelli@uniparthenope.it

Anno accademico, 2022/2023

Definizione

- La base monetaria BM costituisce il nucleo originario del complesso processo di creazione della moneta che caratterizza le economie moderne.
- La complessità deriva dal fatto che la moneta moderna è un aggregato di attività ad elevato livello di liquidità (scambiabilità) e basate su rapporti fiduciari che coinvolgono i comportamenti di diversi operatori e il funzionamento di diversi mercati.
- Al centro di questo meccanismo si collocano la Banca centrale e le banche.

BM e signoraggio

- La Banca centrale ha la responsabilità di offrire alla moneta garanzie istituzionali di fiducia e di liquidità.
- La BC tiene sotto monitoraggio la conseguente formazione di aggregati monetari e creditizi e il loro impatto sull'attività economica e, in particolare, sui livelli dei prezzi.
- Questa responsabilità viene controbilanciata dal privilegio monopolistico del signoraggio.
- In realtà, soltanto una parte della BM viene effettivamente stampata sotto forma di banconote e immessa sui mercati come circolante.
- La BM prende originariamente la forma di liquidità bancaria accreditata nei **conti correnti di gestione che le banche hanno presso la Banca centrale.**

Conti correnti di gestione presso la BC

- Attraverso questi conti le banche assolvono all'obbligo di riserva sui depositi e regolano i pagamenti tra banche sia per conto proprio sia per conto della clientela.
- In tal modo svolgono il compito di distribuire la BM sui vari mercati monetari e finanziari, mettendo in relazione le proprie scelte di portafoglio con quelle degli operatori con i quali interagiscono.
- Il ruolo dei macro-operatori coinvolti nella creazione e diffusione della BM può essere ricavato dalla matrice FF.

- Dalla matrice FF si ricava la BM di equilibrio nell'economia:

$$BM_{BI} = BM_{EC} + BM_B$$

- Aggregando le AF possedute da Famiglie e Imprese (Economia) nei due mercati della base monetaria e dei depositi si ottiene la definizione di moneta M2 (le espressioni sono riferite agli stock e non ai flussi):

$$M1 = BM_{EC} + D_B$$

- Sostituendo nella relazione precedente il bilancio semplificato delle banche: $D_B = BM_B + CR_B$ si ottiene:

$$M1 = BM_{EC} + BM_B + CR_B = BM + CR_B$$

Credito Bancario

- Poiché dalla matrice FF si può dedurre che:
$$CR_B = Pr_B + TMN_B + TRGN_B$$
- da cui si deduce che il credito bancario alimenta il processo di espansione monetaria quanto più $CR_B > 0$.
- Nell'ipotesi estrema di assenza del credito bancario $CR_B = 0$, si avrebbe $M = BM$.

Questa situazione si verifica in due casi:

- 1 In assenza delle banche, cosicché $D_B = 0 \Rightarrow M = BM_{EC}$;
- 2 In presenza delle banche, alle quali viene però imposto un coefficiente di riserva obbligatoria pari al 100% dei depositi $\Rightarrow D_B = BM_B$ ossia le banche si limitano a operare come fondi di deposito, senza la funzione creditizia (*narrow banking*).

Riserve bancarie

- A parte questi casi limite, risulta evidente dalla $M1 = BM_{EC} + BM_B + CR_B = BM + CR_B$ non solo l'importanza del credito bancario, ma anche il fondamentale ruolo di variabile cuscinetto svolto dalle riserve bancarie BM_B .
- Nello schema operativo dell'Eurosistema, le disponibilità liquide delle banche sono costituite dalle seguenti componenti:

$$BM_B = LB + Df + C_B = ROB + RL + Df + C_B$$

LB= liquidità bancaria; Df=deposit facility, cioè depositi che le banche possono tenere overnight presso le BC a un tasso i_{Df}^* stabilito dal consiglio direttivo della BCE; C_B esprime la moneta legale in circolazione posseduta dalle banche come cassa contante.

Domanda di BM

- La domanda di base monetaria si distribuisce tra l'Economia (Famiglie e Imprese) e le Banche, mentre dal lato dell'offerta si colloca la Bdl (braccio operativo BCE).
- I fattori che influenzano la domanda di BM possono essere stilizzati in una funzione di comportamento

$BM_{EC} = f(i_d; r_{TM}; \sigma_{TM}; r_{OBB}; \sigma_{OBB}; Y; P^a; b, IT, R)RFL_{EC}$ e dipende:

- **positivamente** dal rischio (σ) dei titoli TM e OBB , dal reddito Y , dai costi di transazione b , dal rischio di illiquidità R .
- **negativamente** dalla remunerazione delle AF alternative $r_{TM}; r_{OBB}$, dal tasso sui depositi bancari i_d , dal livello atteso dei prezzi P^a , dall'innovazione tecnologica IT ;
- la **variabile dimensionale** è RFL_{EC} ossia la ricchezza finanziaria lorda dell'economia.

Riserve bancarie

- Le operazioni che determinano l'offerta di BM sono rappresentate dalle poste dell'attivo del bilancio della Banca centrale che, in virtù del signoraggio, vengono finanziate registrando al passivo i corrispondenti valori della BM.
- La quantità di BM offerta in un paese membro è la somma algebrica di canali interni ed esterni:

$$BM = BMI + BME$$

- Dal bilancio della tabella 6.1 si possono riportare i canali interni.

Canali di creazione della LB

- L'analisi delle componenti della struttura dell'offerta di BM consente di mettere in evidenza il ruolo chiave della liquidità bancaria LB. Due sono i motivi:
 - ① LB è la fonte originaria di creazione e distruzione della base monetaria, essendo l'unico canale attraverso il quale viene immessa BM nel sistema movimentando i conti correnti di gestione delle banche presso la Banca centrale;
 - ② LB è il primo anello del processo di trasmissione della politica monetaria, sul quale la BC opera in regime di monopolio istituzionale, potendo stabilire le condizioni di costo e di quantità in base agli stimoli di politica monetaria che vuole trasmettere attraverso le banche.
- Il sistema operativo adottato dalle BC dell'Eurosistema offre alle banche un quadro chiaro degli strumenti di gestione della liquidità, con procedure standardizzate nei tempi e nelle modalità.

Canali di creazione della LB

- L'obiettivo prevalente è quello di influenzare i mercati monetari, a partire **dall'interbancario a breve termine**, lasciando le banche libere di scegliere tra i tassi di mercato e i tassi offerti dalla BCE e riducendo al minimo i condizionamenti amministrativi.
- Questo orientamento alimenta operazioni di arbitraggio a vantaggio dell'**efficiente allocazione della liquidità** e della corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria attraverso mercati concorrenziali e interdipendenti.
- Le caratteristiche generali che conviene richiamare riguardano le tipologie di intervento, che rientrano in tre categorie:
 - ① le **operazioni di mercato aperto**;
 - ② le **operazioni su iniziativa delle controparti**;
 - ③ il **regime di riserva obbligatoria ROB**.

Le operazioni di mercato aperto (OMA)

- Le operazioni di mercato aperto svolgono principalmente il compito di immettere LB (Liquidità Bancaria = $ROB + RE$) in cambio di titoli ceduti a garanzia dalle banche.
- L'aggiudicazione della liquidità avviene su base di asta e con contratti temporanei di vendita a pronti e riacquisto a termine (**PCT**).
- Le banche partecipanti vengono accreditate nei conti correnti di gestione di un corrispondente valore dei titoli ceduti a pronti, scontato del tasso di interesse di aggiudicazione.
- Alla scadenza avviene l'operazione opposta: i titoli vengono restituiti alle banche in cambio dell'addebito del valore pieno nei conti correnti di gestione.

OMA: operazioni di rifinanziamento principale

- Di queste le più importanti sono le **operazioni di rifinanziamento principale RP**, che mediamente contribuiscono a fornire i 3/4 dell'approvvigionamento di LB.
- Sono interventi che vengono rinnovati di settimana in settimana e sono regolati con aste standard nelle quali la BCE stabilisce il tasso minimo i_{RP}^* .
- Questo tasso rappresenta il principale tasso ufficiale di riferimento per trasmettere i segnali della politica monetaria. Una volta al mese il Consiglio direttivo della BCE decide se variare o lasciare invariato il livello di i_{RP}^* .

OMA: Operazioni di rifinanziamento a lungo

- Il secondo strumento di mercato aperto per ordine di importanza sono le **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine RLT**.
- Vengono svolte a cadenza mensile con contratti pronti contro termine trimestrali per offrire al sistema una fonte di approvvigionamento della LB ancora su base temporanea, ma più stabile nel tempo.
- A tale scopo la BCE indica preventivamente la quantità offerta in asta senza però prefissare il tasso di riferimento. La LB viene aggiudicata ai tassi variabili proposti dalle banche che risultano assegnatarie senza l'indicazione di un tasso ufficiale specifico.
- E' però implicito che, nel formulare le proprie richieste di LB a tre mesi, le banche tengono conto delle aspettative sui tassi interbancari a tre mesi (quali l'Euribor) e sui possibili cambiamenti dei tassi ufficiali i_{RP}^* .

OMA: fine tuning

- Operazioni di minore importanza quantitativa sono quelle di **fine tuning FT** e di **tipo strutturale OS**.
- Sono però importanti come strumenti di intervento flessibile, quindi non programmato, utilizzabili dalla BCE per correggere i livelli di LB a fronte di esigenze temporanee impreviste nel caso di FT o di esigenze di aggiustamento strutturale dei mercati monetari nel caso di OS.
- Le operazioni FT non possono essere che temporanee, vista la loro natura di regolazione puntuale dei livelli di LB.
- Le operazioni strutturali OS possono essere a seconda delle esigenze sia temporanee sia definitive. In quest'ultimo caso la BCE chiede alle BC di acquistare a pronti titoli dalle banche quando vuole incrementare LB o, al contrario, di vendere titoli quando vuole riassorbire LB, ma senza contratti di restituzione a termine.

OMA: altri strumenti

- Altri strumenti utilizzabili dalla BCE per riassorbire liquidità sono la **raccolta di depositi a tempo determinato** per le operazioni FT e l'**emissione di certificati di debito** per le operazioni OS.
- Riassumendo, le operazioni di mercato aperto OMA possono essere sintetizzate nel modo seguente:
- $OMA = RP + RLT + FT + OS = TM_{BC} + OBB_{BC} - DTD_B$.
- Questa identità corrisponde alle poste di bilancio riportate nella FF con riferimento alla Banca d'Italia ma vale per ciascuna BCN dell'Eurosistema.

Le aste

- Le operazioni di mercato aperto della BCE si svolgono mediante aste, che possono essere di vario tipo a seconda delle esigenze di volta in volta stabilite.
- Le due principali categorie di aste sono a **tasso fisso** e a **tasso variabile**.
- Nelle **aste a tasso fisso** le banche partecipanti possono indicare soltanto le quantità richieste di LB. Il tasso di interesse viene stabilito preventivamente dalla BCE e non è oggetto di competizione in asta.
- Se la quantità domandata risulta superiore alla quantità (eventualmente) stabilita dalla BCE, le quantità richieste di LB vengono allocate secondo la proporzione $\alpha = \frac{LB^s}{LB^d}$
- Le **aste a tasso variabile** richiedono ai partecipanti di indicare non solo le quantità desiderate di LB, ma anche i tassi di interesse che sono disposti a pagare.

Tipi di aste

- Le banche possono presentare offerte plurime (fino a 10), indicando diversi importi e tassi.
- Tutte le offerte inviate alle BC dalle banche dei rispettivi paesi, vengono ordinate in senso decrescente rispetto al tasso di interesse indicato in ciascuna richiesta. Viene così stabilito un ordine di priorità di aggiudicazione, che privilegia chi è disposto a pagare remunerazioni maggiori per avere la liquidità.
- Per quanto riguarda il metodo di aggiudicazione, la BCE può applicare uno dei due sistemi esistenti:
 - 1 **Asta marginale a tasso unico:** a tutte le richieste aggiudicate viene attribuito il tasso corrispondente al margine all'ultima tranche assegnataria.
 - 2 **Asta competitiva a tasso multiplo:** a ciascuna richiesta di LB aggiudicata viene applicato il tasso di interesse proposto dalla banca richiedente.
- L'utilizzo delle garanzie non negoziabili è limitato alle operazioni temporanee.

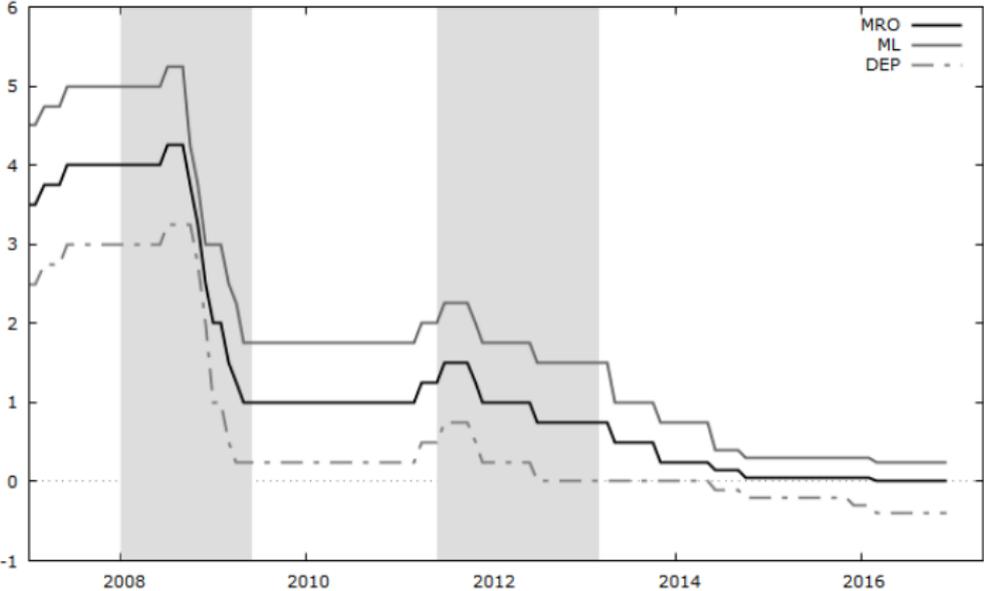
Deposit facility e Finanziamento marginale

- Il secondo tipo di operazioni adottato dalla BCE è lasciato all'iniziativa delle banche, che sono le controparti, per soddisfare esigenze di brevissimo termine di gestione della LB.
- Si tratta di **standing facilities** che offrono l'opportunità alle banche in eccesso di liquidità di impiegarla in **depositi overnight** D_f (**deposit facility**) presso le BC di riferimento e alle banche in difetto di liquidità di ottenere un **finanziamento overnight**, denominato **finanziamento marginale** FMg.
- La BCE stabilisce i rispettivi tassi di interesse, con un tetto rappresentato dal tasso i_{FMg}^* applicato ai finanziamenti marginali e un pavimento rappresentato dal tasso i_{Df}^* applicato alla **deposit facility**.

Corridoio tassi

- Viene così determinato un corridoio di tassi ufficiali **overnight** ($i_{Df}^* < i_{IB} < i_{FMg}^*$, i_{IB} è il tasso interbancario), con il quale la BCE raggiunge un duplice obiettivo.
- Il primo è quello di contenere le oscillazioni dei tassi overnight che si determinano nel mercato interbancario senza peraltro imporre vincoli amministrativi.
- Il secondo obiettivo di rendere più agevole la distribuzione della liquidità tra le banche. Le **standing facilities** sono una copertura istituzionale indispensabile per colmare scompensi eccezionali di liquidità che possono provocare turbative sui mercati monetari.

Corridoio EONIA



Misure non convenzionali

La gravità della Great Recession ha indotto tutte le Banche centrali ad ampliare entità e articolazione degli interventi.

All'interno delle due categorie di interventi visti (OMA e Op. su iniziativa della controparte) sono stati riportati cambiamenti, tra cui:

- 1 Erogazione di liquidità a tasso fisso
- 2 ampliamento dei titoli accettati a garanzia e abbassamento del rating
- 3 estensione delle scadenze delle RTL da tre mesi a quattro anni (dal 2014 con il vincolo di elargire prestiti alle imprese)
- 4 mantenimento della ROB
- 5 avvio del programma di quantitative easing con acquisti mensili di 60 miliardi dalle istituzioni ripartiti tra BCE e BCN

Misure non convenzionali

Gli obiettivi sono stati molteplici

- 1 Immettere liquidità attraverso il mercato dei titoli a costi più bassi
- 2 dare maggiore stabilità ai mercati monetari e finanziari (ROB)
- 3 facilitare la trasmissione della PM per rilanciare il credito all'economia
- 4 La BCE ha adottato la forward guidance allo scopo di orientare e stabilizzare le aspettative degli operatori.
- 5 L'annuncio del programma di quantitative easing è un esempio di forward guidance

Funzionano le misure non convenzionali?

- Le politiche monetarie non convenzionali avrebbero dovuto avere carattere eccezionale e rimanere in vigore per un breve lasso tempo.
- Otto anni di politiche monetarie non convenzionali. Due domande:
 - ① quali benefici hanno prodotto?
 - ② il loro prolungato impiego ha generato eccessivi costi?
- L'acquisto di titoli pubblici e privati da parte delle banche centrali (Quantitative easing), l'annuncio delle linee guida della politica monetaria (forward guidance) e l'utilizzo di tassi negativi hanno avuto effetti positivi nello stabilizzare le principali variabili finanziarie.

Funzionano le misure non convenzionali?

- Questi strumenti hanno prodotto una diffusa riduzione dei tassi d'interesse sia a breve che a lungo termine;
- un importante sostegno ai mercati azionari
- una sensibile svalutazione dei tassi di cambio.
- Tutto ciò ha evitato che le crisi finanziarie degenerassero, come era avvenuto nel '29, quando le politiche monetarie erano state ben più restrittive.
- In Europa, poi, le politiche monetarie non convenzionali hanno giocato un ruolo importante nella gestione delle crisi del **debito sovrano**.

Funzionano le misure non convenzionali?

- Molto più complesso è valutare il loro effetto sull'inflazione e soprattutto sulla crescita economica
- In questo caso, le relazioni tra le variabili appaiono instabili e soggette a numerosi break strutturali.
- Tuttavia le politiche monetarie non convenzionali sembrano aver fornito un importante contributo all'uscita dalla recessione.
- In Europa gli effetti del Qe sono stati molto inferiori a quelli osservati negli Stati Uniti e nel Regno Unito, sia in termini di crescita del Pil che d'inflazione.
- In particolare, l'Italia è la nazione che meno ha beneficiato delle politiche monetarie espansive a causa delle debolezze del suo sistema bancario e di un mercato dei beni che rimane poco competitivo.

Funzionano le misure non convenzionali?

- In Italia le misure non convenzionali hanno consentito una notevole riduzione degli spread e una tenuta del credito (BdI Occasional Paper 203, Settembre 2013):
- Impatto sull'economia italiana delle principali misure non convenzionali nel 2011 e 2012.
- Valutazione degli effetti sui tassi di interesse, rendimenti titoli pubblici e disponibilità di credito) impatto positivo.
- Prospettiva macroeconomica) impatto positivo soprattutto attraverso il canale del credito, con un impatto cumulativo sul tasso di crescita del PIL del 2,7 % nel periodo 2012-2013.

Funzionano le misure non convenzionali?

- Recenti preoccupazioni da parte di ampi settori del mondo bancario e assicurativo, ma anche della BIS e del FMI
- Particolare attenzione desta la politica dei tassi d'interesse negativi.
- Politiche monetarie ultra-espansive esercitano, a lungo andare, una forte pressione sui margini di profitto delle banche, che non riescono facilmente a traslare sui depositanti tassi d'interesse negativi, mentre le plusvalenze realizzate sullo stock di titoli in portafoglio creano solo un temporaneo effetto benefico sui loro bilanci.
- Tutto ciò riduce la loro capacità di remunerare e quindi di accumulare capitale, vincolando nel lungo periodo la loro disponibilità a concedere prestiti.
- Problemi particolarmente rilevanti in paesi banco-centrici come la Germania e l'Italia.

Funzionano le misure non convenzionali?

- In presenza di tassi d'interesse negativi anche il comparto assicurativo e quello dei fondi pensione faticano a investire le loro riserve.
- Questo induce gli operatori a investire su attivi più rischiosi e i privati ad aumentare la quota del loro risparmio.
- Politiche monetarie molto espansive provocano, nel lungo periodo, una forte redistribuzione dei redditi a favore dei ricchi, che vedono rivalutare i loro attivi, e dei soggetti più indebitati, che possono ridurre i loro oneri finanziari.
- Anche le svalutazioni sul mercato dei cambi generate da tali politiche sono un gioco a somma zero, che provocano 'guerre valutarie', giacché al deprezzamento di una moneta corrisponde l'apprezzamento di un'altra.