

Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli

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

Anno accademico, 2022/2023

Mercato della LB

- L'attenzione principale della BCE è concentrata sull'obiettivo di mantenere il mercato della LB in un equilibrio compatibile con la stabilità dell'intero sistema monetario e finanziario.
- Per raggiungere questo obiettivo di stabilizzazione della liquidità bancaria compatibile con l'orientamento della politica monetaria, la BCE ha il potere di controllare direttamente l'offerta e, nello stesso tempo, di orientare la domanda di LB.

Strumenti per gli aggiustamenti della LB

- Oltre agli interventi diretti sull'offerta, la BCE può influenzare la domanda di LB in due modi:
 - 1 **direttamente**, con il regime di riserva obbligatoria ROB, che pone un vincolo amministrativo quantitativo alla domanda di LB da parte delle banche;
 - 2 **indirettamente**, regolando il costo e la quantità di LB e rendendo possibile la sua stretta interazione con il mercato interbancario, tramite la mobilitazione della ROB e la gestione delle riserve libere RL.

Strumenti per controllare la domanda di LB

La BCE non si limita a controllare l'offerta di liquidità bancaria, ma cerca anche di orientarne la domanda, usando tre strumenti:

- 1 L'indicazione dei tassi ufficiali.
- 2 La gestione delle quantità di LB.
- 3 L'adozione del vincolo amministrativo della riserva obbligatoria ROB.

Strumenti per controllare la domanda di LB

- Questi tre strumenti agiscono direttamente sul mercato primario della liquidità bancaria.
- Ma hanno in comune la finalità di influenzare il mercato secondario e precisamente il tasso di interesse i_{IB} del mercato interbancario *overnight*, che è il principale obiettivo operativo della politica monetaria.
- Essendo il tasso a scadenza più breve esistente nei mercati monetari, i_{IB} è il termometro che misura le tensioni di mercato che si creano nella quantità e nella distribuzione della liquidità bancaria.
- La manovra dei tassi ufficiali è lo strumento cardine della cosiddetta politica di segnalazione (*signalling policy*) dell'orientamento della politica monetaria ai mercati monetari.

Strumenti per controllare la domanda di LB

- Funzionale alla manovra dei tassi è la gestione della quantità di LB, che è uno strumento di politica di bilancio (*balance sheet policy*), perché comporta variazioni nel bilancio della BC.
- Se considera prioritario l'obiettivo operativo del tasso interbancario, la BC deve essere disposta a concedere alle banche la quantità di LB (che diventa endogena) necessaria per influenzare i tassi di mercato nella direzione desiderata.
- Se però ne ravvisa la necessità, la BCE può attuare una politica di gestione attiva delle quantità. In sede di asta, può fissare non solo il tasso di riferimento i_{RP}^* , ma anche la quantità offerta di LB.
- Infine l'adozione di un vincolo di riserva obbligatoria è lo strumento che ha subito la maggiore evoluzione.

Ruolo tradizionale della ROB

- Il ruolo tradizionale della ROB di garanzia della solvibilità dei depositi è stato progressivamente ridimensionato per due motivi.
 - [1] Perché sarebbe comunque inadeguato a fronteggiare le crisi di fiducia e i rischi di corsa agli sportelli.
 - [2] Perché ci sono altri strumenti che possono contribuire a garantire la liquidità dei prelievi, quali l'assicurazione sui depositi, la rete dei prestiti interbancari, il ricorso ai finanziamenti della BC.
- La minore incidenza quantitativa di k_{ROB} (dal 2% al 1%) non ha comunque impedito alla ROB di mantenere una propria centralità nell'azione di politica monetaria.
- Centralità addirittura rafforzata con il passaggio da un ruolo passivo di strumento di garanzia a un ruolo attivo finalizzato alla stabilizzazione dei mercati monetari.

Componenti domanda di LB

Domanda di liquidità: $LB^d = ROB + RL =$

$$k_{ROB}^* D + f(i_{RP}^*, i_{IB}, i_{Df}^*, i_{RP}^{*a}, i_{IB}^a, i_{Df}^{*a}, i_{Pr}, r_{Afj}, R, \sigma_{Afj}, b) D$$

- La specificazione precedente qualifica le RL non come una componente residuale del portafoglio delle banche, ma piuttosto come il risultato di una scelta deliberata di tenere attività di riserva per soddisfare esigenze di tipo precauzionale, come chiarito da Hicks, tenendo conto dei costi opportunità e dei costi di transazione, come nel modello di Baumol.
- L'influenza di queste variabili è accentuata dal fatto che le RL non sono remunerate dalla BCE.
- Nel sistema operativo della BCE la ROB viene invece remunerata al tasso i_{RP}^* .

Componenti domanda di LB

$$RL = f(i_{RP}^*, i_{IB}, i_{Df}^*, i_{RP}^{*a}, i_{IB}^a, i_{Df}^{*a}, i_{Pr}, r_{Afj}, R, \sigma_{AFj}, b)D$$

La convenienza a tenere RL aumenta se:

- diminuiscono $i_{RP}^*, i_{IB}, i_{Df}^*$ che rappresentano i costi opportunità della rinuncia ai rendimenti degli impieghi alternativi
- aumento delle aspettative dei tassi attesi $i_{RP}^{*a}, i_{IB}^a, i_{Df}^{*a}$
- al diminuire dei tassi sui prestiti e dei rendimenti attività alternative i_{Pr}, r_{Afj}
- all'aumentare dell'incertezza e della Rischiosità R, σ_{AFj}
- ll'aumentare dei costi di transazione b .

Equilibrio nel mercato LB

- La BCE gestisce il mercato primario della LB in regime di monopolio, con l'obiettivo di influenzare in prima istanza il mercato secondario rappresentato dall'interbancario.
- La preoccupazione principale è quella di garantire un equilibrio tra offerta e domanda di LB, adeguato a trasmettere gli effetti voluti di tasso e di quantità ai mercati monetari e finanziari.

Mercato interbancario

- Eventuali squilibri nella liquidità bancaria si evidenziano immediatamente nel mercato interbancario.
- I prestiti interbancari vengono effettuati a varie scadenze, ma con larga prevalenza del brevissimo termine: nell'80% sono operazioni *overnight*.
- Pertanto è facendo riferimento al tasso overnight i_{IB} che si ottiene una valutazione rappresentativa della situazione di liquidità nel mercato secondario.
- Le due funzioni di domanda e offerta del mercato interbancario possono essere stilizzate nel modo seguente:

$$IB^d = f(i_{IB}, i_{IB}^a, i_{RP}^{*a}, i_{FMg}^*, R) CR_B \text{ (segni: -, +, +, +, +)}$$

$$IB^s = f(i_{IB}, i_{IB}^a, i_{RP}^{*a}, i_{Df}^*, R, b) LB \text{ (segni: +, -, -, -, -, -)}$$

Mercato interbancario

- E' possibile raggruppare gli squilibri tra mercato primario e secondario a seconda che provengano:
- Dal **mercato interbancario**, che fa da cassa di risonanza alle esigenze di liquidità dei mercati finali che condizionano il bilancio delle banche e le loro aspettative;
- Dal **mercato primario**, nel quale si evidenziano possibili squilibri nell'immissione di LB provocati da errori di valutazione oppure da scelte esplicite della BC.

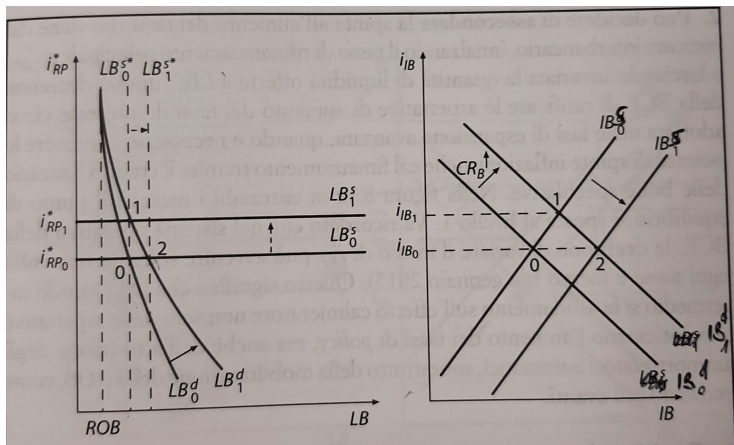
Ci sono diverse scansioni temporali che entrano in gioco nella gestione della liquidità, che sono:

- Mensili, per il periodo di mantenimento della ROB e per le decisioni sui tassi di policy.
- Settimanali, per le aste di assegnazione delle quantità di LB.
- Giornaliere, per la maggior parte degli scambi interbancari e per la mobilitazione della ROB.

Mercato interbancario: arbitraggio tra tassi

- Le prossime due figure presentano uno scenario di variazione delle condizioni di equilibrio originate dal **mercato interbancario**.
- Nell'ipotesi iniziale il tasso i_{IB} coincide con il tasso i_{RP}^* come risultato delle operazioni di arbitraggio compiute dalle banche.
- Se $i_{IB} > i_{RP}^*$ le banche trovano conveniente domandare più liquidità LB alla BC e offrirla sull'interbancario. L'aumento dell'offerta tenderà a ridurre il tasso i_{IB} .
- Il contrario avviene se $i_{IB} < i_{RP}^*$: chi ha bisogno di liquidità preferirà cercarla in prima battuta sull'interbancario dove costa meno, ma la maggiore domanda provocherà un innalzamento del tasso i_{IB} .

Shock positivo di domanda di liquidità



Shock positivo di domanda di liquidità

- La prima figura si riferisce al caso di un aumento della domanda di prestiti interbancari e di aspettative di tassi crescenti.
- L'aumento della domanda di prestiti interbancari può essere causato da un aumento del credito bancario CR_B che alimenta aspettative di incremento dei tassi di interesse sui mercati del credito, dell'interbancario e sui tassi di *policy*.
- L'aumento delle aspettative sui tassi contribuisce ad incrementare non solo la domanda dell'interbancario IB^d ma anche la domanda di riserve libere RE : la curva di domanda di liquidità bancaria si sposta da LB_0^d a LB_1^d .
- A questo punto lo squilibrio originato nel mercato interbancario entra nella sfera di azione della BCE che può prendere le seguenti decisioni alternative.

Shock positivo di domanda di liquidità

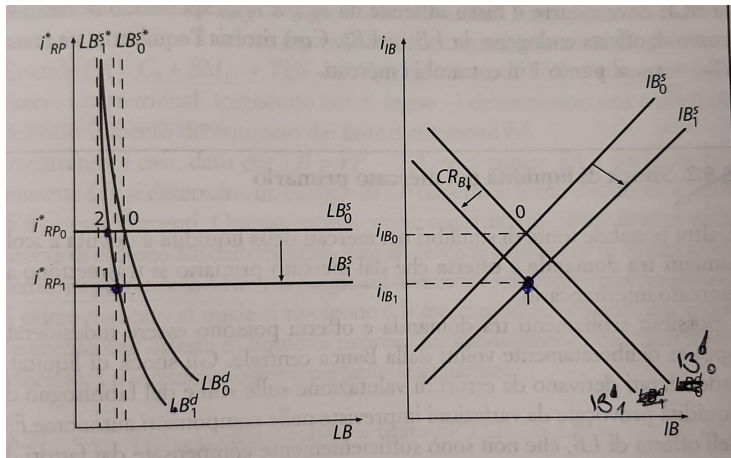
[1] Può decidere di contrastare la tendenza all'aumento dei tassi scegliendo una delle seguenti soluzioni:

Una soluzione drastica, che consiste nell'annullare completamente lo shock di liquidità espansivo evidenziato nel mercato interbancario.

Una soluzione blanda, che consiste nel finanziare la maggiore domanda di LB, ma allo stesso tasso $i_{RP_0}^*$.

[2] Può decidere di assecondare la spinta all'aumento dei tassi che viene dal mercato interbancario, innalzando il tasso di rifinanziamento principale a $i_{RP_1}^*$ e lasciando invariata la quantità di liquidità offerta a LB_0^s .

Shock positivo di domanda di liquidità



Shock negativo di domanda di liquidità

- La seconda figura si riferisce al caso opposto di tassi declinanti sull'IB, determinato da una riduzione della domanda IB^d .
- **Le banche hanno una minore necessità di liquidità in periodi di recessione.**
- Il rallentamento dell'attività produttiva comporta una minore richiesta di prestiti.
- La riduzione del credito bancario CR_B determina lo spostamento della curva di domanda da IB_0^d a IB_1^d . Il tasso interbancario scende a i_{IB_1} .
- La curva di domanda si sposta a LB_1^d , perché le aspettative di ribasso dei tassi attesi incidono negativamente sulla domanda di riserve libere RE .

Shock negativo di domanda di liquidità

In questo caso la BCE si trova a dover scegliere tra due opzioni:

[1] Può contrastare la tendenza al ribasso dei tassi, mantenendo il tasso ufficiale $i_{RP_0}^*$ e riducendo l'offerta di liquidità a LB_1^S , con una riduzione dell'offerta sull'interbancario a IB_1^S .

[2] Può assecondare la tendenza al ribasso dei tassi di mercato, mantenendo la stessa quantità LB_0^S e riducendo il tasso di rifinanziamento principale a $i_{RP_1}^*$ con l'obiettivo di contribuire a rilanciare l'attività economica.

Shock di liquidità nel mercato primario

- Analizziamo ora il caso di squilibri nei mercati della liquidità è dovuta a scollamenti tra domanda e offerta che dal mercato primario si trasmettono al mercato interbancario.
- Si è più volte sottolineato che la BC cerca di adattare la propria offerta LB^s alla domanda LB^d per mantenere la liquidità ai livelli dei tassi di interesse di mercato e di quantità scambiate compatibili con gli obiettivi di stabilità.
- I possibili scollamenti tra domanda e offerta possono essere indesiderati oppure deliberatamente voluti dalla BC.
- Gli shock di liquidità indesiderati derivano da errori di valutazione sulle stime del fabbisogno di liquidità provocate da variazioni impreviste nelle componenti autonome, ad esempio la gestione della tesoreria dello Stato (TES).

Eccesso di LB

- Caso di un eccesso di offerta $LB^s > LB^d$.
- Possiamo ipotizzare che vi sia una forte riduzione nel conto corrente di tesoreria della PA per sostenere un aumento straordinario di spesa pubblica.
- L'eccesso di LB rispetto ai livelli desiderati ai tassi di interesse correnti viene registrato in prima istanza sulle riserve libere delle banche, le quali cercano di liberarsi di questa eccedenza, svolgendo il loro ruolo di intermediari che agiscono ad ampio raggio sui diversi mercati monetari e finanziari.
 - ▶ Il primo mercato al quale si rivolgono è il mercato interbancario, nel quale l'aumento dell'offerta di liquidità provoca un abbassamento del tasso interbancario.
 - ▶ La sequenza logica è pertanto la seguente:
 $TES_{PA} \downarrow \Rightarrow LB^s > LB^d \Rightarrow RE^s > RE^d \Rightarrow IB^s > IB^d \Rightarrow i_{IB} \downarrow$.
 - ▶ Il tasso sui depositi BCE rappresenta il limite inferiore per il tasso interbancario.

Deficit di LB

- Caso opposto di una scarsità di offerta nel mercato primario.
- La riduzione della disponibilità di liquidità è dovuta a un gettito fiscale superiore al previsto con conseguente aumento di TES_{PA} .
- In presenza di $LB_0^s < LB^d$, le banche spostano l'eccesso di domanda di liquidità sul mercato interbancario. Il tasso interbancario sale.

Deficit di LB

- L'aumento del tasso interbancario non va oltre il livello i_{ML}^* , perché alle banche conviene attingere alla *standing facility* dei prestiti *overnight* offerti dalla BCE al tasso calmieratore.
- In entrambi gli scenari analizzati risulta evidente il ruolo di ammortizzatore delle oscillazioni dei tassi interbancari svolto dal corridoio dei tassi $i_{ML} - i_{Df}$ e di saldatura degli squilibri tra domanda e offerta di LB svolto dalle corrispondenti *standing facilities*.
- La Banca centrale deve decidere se lasciare liberi i mercati di aggiustare autonomamente gli squilibri oppure intervenire e in che modo.